

### Ⅲ. 외환위기 주요 사례 분석

#### 1. 중남미 외환위기

##### 1) 아르헨티나 외환위기

#### 70년대 중반~80년대 초반

- (배경 및 원인) 70년대 들어 오일쇼크 및 인플레이션 급등에 따른 글로벌 고금리 지속, 세계 경기침체, 방만한 재정운영에 따른 재정적자 누적, 대외차입 급증으로 인한 외채상환 부담 증가 등 대내외 경제환경이 악화되면서 외환위기 발생
  - 1970년대 들어 세계경제는 두 차례에 걸친 오일쇼크로 인플레이션 압력이 고조되고 경기가 침체되는 등 이중고에 시달림
    - ▶ 高인플레이션을 억제하기 위해 美 FRB는 1979년 긴축정책을 실시하였고 주요국들도 이에 동참함에 따라 세계 경제는 침체에 돌입
  - 이렇듯 대외환경이 악화된 가운데 재정 및 경상적자 누적, 대외채무 급증, 성장 둔화 등으로 폐소貨의 평가절하 압력 증가
    - ▶ 페론주의(Peronism)에 입각한 포퓰리즘 정책 기조 유지, 중공업과 공공 부문에 대한 보조금 및 감세 등으로 재정적자 급증
    - ▶ 70년대부터 실시된 자본자유화 및 수입자유화, 취약한 교역구조(저부가가치인 1차산품이 주수출품목인 반면 자본재 및 고부가가치 공산품은 수입하는 구조) 등으로 경상수지 적자 증가
    - ▶ 국내 저축이 부족한 상황에서 투자를 충당하기 위해 대외차입을 확대했고, 이후 재정적자 확대와 외채상환, 이자지급 등을 위해 차입을 더욱 확대함에 따라 대외채무가 급격히 증가<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 이 당시 글로벌 자금흐름의 주요 특징 중의 하나는, 중동 산유국들의 오일머니가 글로벌 은행을 경유하

⇒신규 차입을 통해 기존 차입 채무 및 이자를 상환함에 따라 대외채무가 누적되는 악순환이 발생했고, 이자가 상대적으로 낮은 단기성 자금으로 차입을 전환함에 따라 만기구조가 단기화됨

<표> 70~80년대 아르헨티나 주요 대외채무 지표

	1975	1978	1979	1982	1985
총외채(10억달러)	7.9	12.5	19.0	43.6	48.3
외환보유고(10억달러)	0.6	5.8	10.1	3.0	6.0
순외채/수출(%)	260	110	120	540	520
외채/GDP(%)	18.6	23.9	30.2	60.3	64.5
지급이자/GDP(%)	0.7	1.4	1.4	2.4	5.7

자료: 삼성경제연구소 인용

- 특히 79년부터 미국 경기가 급격히 둔화되는 가운데 국제 금리의 큰 폭 상승으로 아르헨티나를 비롯한 중남미 국가의 경제 불황 심화(10년 만기 美 국채수익률의 경우 78년 이전까지만 해도 연 6~9%에 머물렀으나 81년 9월에는 사상 최고치인 15.8%까지 급등)

<표> 70년대 중반~80년대 중반 아르헨티나 주요 경제지표

	1974	1975	1976	1977	1979	1980	1981	1982
경제성장률(%)	5.4	-6.0	0.0	6.4	6.7	0.7	-6.2	-4.6
CPI 상승률(%)	23.5	182.9	444.0	176.0	159.5	100.8	104.5	164.8
재정수지/GDP(%)	-8.1	-16.1	-13.6	-8.3	-6.7	-8.6	-18.0	-18.9
경상수지/GDP(%)	0.1	-2.6	0.9	1.7	-1.0	-7.6	-7.4	-3.8

자료: IMF, IERAL 등

- (전개과정 및 정부 대응) 막대한 외채 및 고금리에 따른 이자부담이 급증하면서 아르헨티나는 국가 파산위기로 내몰렸고 폐소화의 급격한 절하와 주가 급락 등 금융 시장이 혼란에 빠짐

여 중남미 국가로 많이 대출되었음(1970년대 멕시코, 브라질, 아르헨티나 등 중남미 국가들에 대한 대출이 전체 개발도상국에 대한 대출 가운데 절반 이상을 차지)

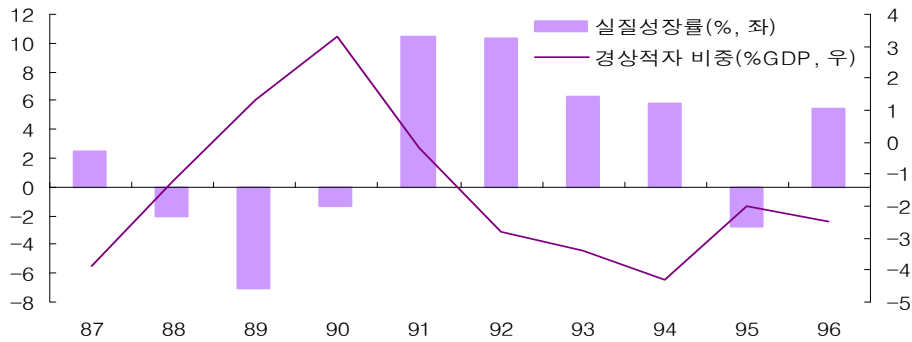
- 경제성장 둔화 및 고금리로 기업 도산 속출, 은행 및 금융기관들의 연쇄적인 부실 및 파산
  - ▶ 인플레이션 압력 심화 및 수출감소로 경상적자 누적, 경제성장률 하락 (75년과 81년 성장률 각각 -6%와 -6.2% 기록)
  - ▶ 부실 금융기관들을 지원하기 위해 공적자금을 투입하면서 재정수지는 더욱 악화
  
- 아르헨티나 정부는 자본유출이 극도로 심화되고 외환보유고가 급격히 줄어들면서 고정환율제를 포기. 이후 큰 폭의 평가절하 단행
  - ▶ 81년 2월 페소화를 10% 평가절하 했으며 그 해 4월과 6월에도 각각 34%와 38% 추가 절하 시행
  
- 한편 위기의 원인을 외부충격에 의한 자본의 급격한 유출입과 유동성 부족에 있다고 보고 이를 해결하기 위해 시장에 대규모 자금을 공급
  - ▶ 하지만 부실기업 및 부실 금융기관에 대한 지원이 늘어나면서 정부의 재정수지는 더욱 악화되었고 페소화 가치 하락, 물가 상승 등 부작용 더욱 확대
  
- 아르헨티나 정부는 알폰신 대통령 당선을 계기로 정치개혁 및 노동개혁, 경제 안정화 계획 추진, 적극적인 외채협상 등을 통해 대외신인도를 제고
  - ▶ 83년 노조의 정치적 영향력을 줄이기 위해 노동조합 재조직법을 추진 했으며 국방비를 축소하여 재정수지 개선에 노력
  - ▶ 83년 말부터 채권은행 및 IMF와 채무연기 협상을 전개하였으며 84년 12월 채권은행단과 232억달러 규모의 일괄 구제금융 협상을 타결, 85년 10월에는 파리클럽과 28억달러의 외채재조정 협정을 체결
  - ▶ 아울러 임금 및 공공요금의 동결, 공공부문 인력 감축, 통화량 축소, 화폐개혁 단행 등을 포함한 경제 안정화 정책 실시

- ▶ 이러한 정책의 추진으로 아르헨티나 경제는 85년부터 안정세를 회복

## 95년 위기 재발

- (배경 및 원인) 90년대 초반 메넴 대통령의 강력한 경제개혁으로 초인플레이션이 진정되고 해외자본이 유입되는 등 경제가 안정세를 회복하였으나, 대외채무가 증가세를 지속하고 멕시코에서 외환위기가 발생하는 등 대내외 여건이 악화되어 위기 재발
  - 메넴 정권은 노동법을 개정하고 재정적자를 감축하기 위해 사회보장제도를 대폭 축소하는 한편 공기업을 민영화 하거나 외국에 매각
    - ▶ 외국인의 금융시장 참여 제한을 해제하고 금융자유화도 재개. 아울러 채무재조정 등 외채협상을 통해 외채 축소 노력
    - ▶ 인플레이션 압력을 낮추기 위해 91년 4월부터 페소화를 달러화에 1:1로 고정시키는 고정환율제도(통화위원회제도) 재도입
  - 이런 노력으로 90년대 초반까지 경제성장이 지속되었지만 대외채무의 증가, 페소화 고평가로 인한 경상수지 악화, 실업 증가 등 경제환경이 서서히 악화
    - ▶ 외채협상을 통해 일부 단기외채가 장기외채로 전환된 가운데 대외채무 규모도 80년대에 비해 큰 폭으로 증가
    - ▶ 공기업의 매각 과정에서 실업이 증가함에 따라 사회불안이 증가했으며 경제성장률이 91년을 정점으로 점차 둔화되면서 재정수지도 다시 악화
    - ▶ 페소화의 고평가로 수출경쟁력이 떨어져 무역수지는 적자로 반전되었고 아르헨티나 정부는 고정환율제를 유지하기 위해 환율 조정 대신 긴축재정을 통한 총수요 억제정책을 실시

<그림> 아르헨티나 경제성장률 추이(87~96년)



자료: IMF WEO Database

- 이런 가운데 94년 멕시코 외환위기가 남미 국가로 확산되면서 아르헨티나도 자본이 유출되는 등 위기가 재발
  - 아르헨티나는 홍콩처럼 달러페그제도인 통화위원회제도(Currency Board)를 채택하고 있었기 때문에 멕시코 외환위기의 여파와는 무관할 것이라는 예상이 지배적
  - 하지만 시장에서는 높은 실업률로 인해 결국 고정환율제도를 포기할 것이라는 추측이 난무하며 아르헨티나 폐소화에 대한 투기세력의 거센 공격이 이어짐(투자자금 손실 또는 인출 불능을 우려한 투자자들은 멕시코와 비슷한 경제편더멘탈을 가진 아르헨티나 등 인접국으로부터 투자자금을 급격히 회수)

<표> 90년대 아르헨티나 주요 대외채무 지표

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
총외채(10억달러)	60.7	64.6	71.2	75.7	89.9	101.9	111.6
총외채/GDP(%)	46.8	37.1	33.9	32.0	34.9	39.5	41.0
정부채무/GDP(%)	-	-	-	29.4	31.2	33.8	35.7
외환보유액(10억달러)	4.6	6.0	10.0	13.8	14.3	14.2	18.1

자료: IMF

■ (전개과정 및 정부대응) 94년 말 멕시코 외환위기가 비슷한 경제구조를 지닌 아르헨

티나에 전염되면서 95년 초 외국 투자자본의 유출과 금융기관의 유동성 부족이 발생

- 예금인출사태(Bank Run)로 금융기관 도산 사태가 발생하였고 외환보유고가 급격히 감소
  - 94년 12월~95년 3월 동안 전체 예금의 18%가 인출되었고 외환보유고는 95년 1월~3월 중 전체의 41%인 59억 달러 감소
- 아르헨티나 정부는 위기의 재발을 방지하기 위해 금융시스템에 대한 개혁 정책을 실시하는 한편 IMF 등으로부터 긴급자금을 차입
  - 3개 부실은행을 파산시키고 11개 은행의 영업을 정지하는 등 부실금융기관 처리 및 신용평가제도 도입, 예금보험제도 도입, 은행 감독기능 강화 등을 시행
  - 95년 초 IMF 등으로부터 60억달러 규모의 긴급자금을 차입하여 외환보유고 부족에 대응
- 강력한 구조조정 추진 및 경제 안정화 노력으로 아르헨티나는 96년부터 안정세를 회복
  - 경제성장률은 95년 -2.9%→96년 5.5%로 회복되었고 무역수지도 95~96년 동안 41억달러 흑자 시현
  - 하지만 대외채무가 줄어들지 않았고 고정환율제를 유지함에 따라 외부 충격에 취약한 경제구조가 지속

<표> 90년대 아르헨티나 주요 경제지표

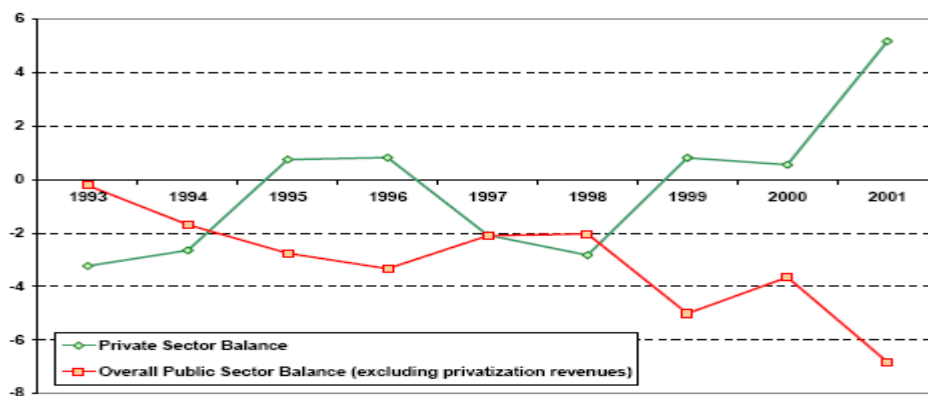
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
경제성장률(%)	-1.8	10.6	9.6	5.7	5.8	-2.9	5.5
CPI 상승률(%)	2,314.0	171.7	24.9	10.5	4.3	3.4	0.2
경상수지(10억달러)	4.6	-0.7	-5.7	-8.2	-11.2	-5.2	-6.9
경상수지/GDP(%)	3.5	-0.4	-2.7	-3.5	-4.3	-2.0	-2.5

자료: IIF

## 2001년 위기

- (배경 및 원인) 70년대 이후 여러 차례에 걸친 외환위기에도 불구하고 외채부담이 줄지 않았고 재정적자 및 경상적자도 지속적으로 심화되는 등 취약한 경제구조로 외환위기가 반복적이고 만성적으로 발생
  - 아르헨티나의 대외채무는 여러 차례에 걸친 외환위기에도 불구하고 2000년까지 증가추세를 지속
    - ▶ 상환일정 재조정 및 단기차입을 통해 외채와 이자지급 문제에 대응함에 따라 외채 규모가 지속적으로 증가
  - 정부 주도하의 공업정책 및 방만한 재정운영 등으로 재정적자 문제가 확대되었고 70년대 이후 취약한 교역구조가 개선되지 않음에 따라 경상적자 문제도 지속
    - ▶ 경기에 민감하게 반응하며 가격등락이 심한 1차 상품이 주수출품목인 반면 자본재 및 소비재 등 부가가치 상품을 수입→1차상품 가격 하락시 교역조건이 악화되어 경기둔화 또는 침체 국면 초래

<그림> 아르헨티나 민간 및 공공부문 경상수지 추이(GDP 대비 %)

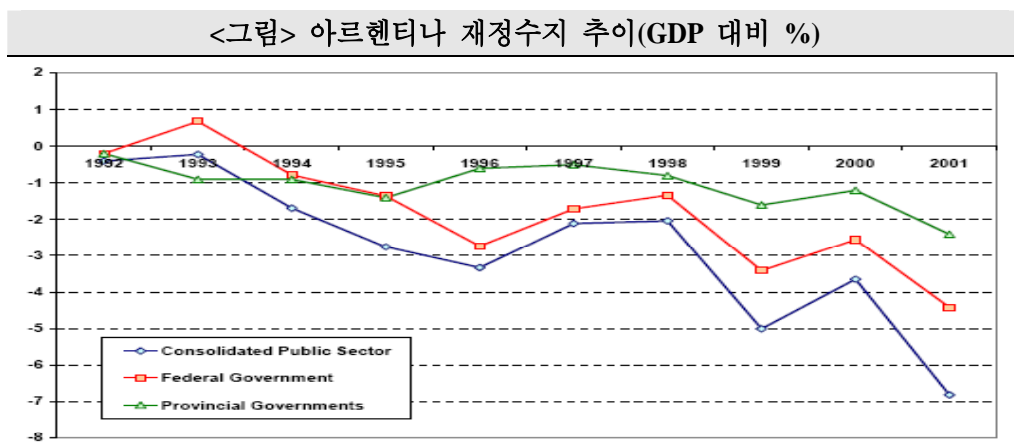


자료: World Bank WP 3081(June 2003) 재인용

- IMF의 지나친 긴축정책 요구가 경기침체(99~01년 3년 연속 마이너스 성

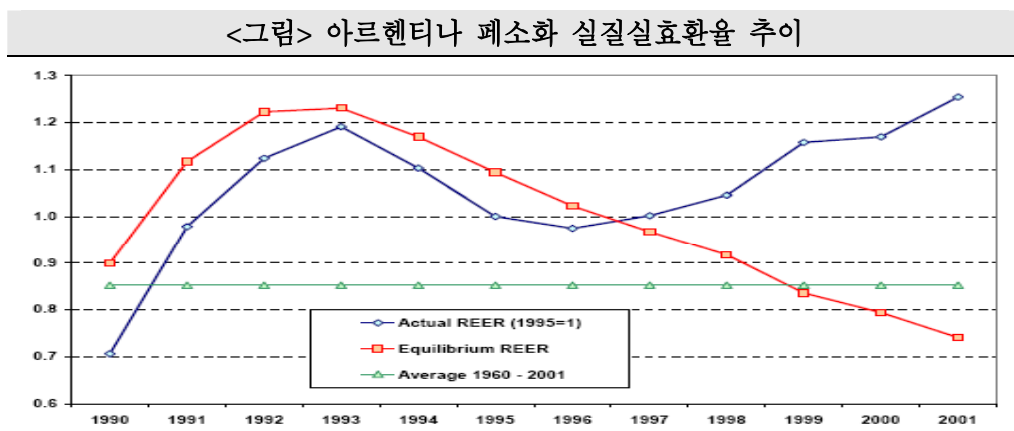
장) 및 사회불안을 초래하였고 이에 따라 대외 상환능력 저하 등 부작용 발생

- ▶ 아르헨티나 정부는 99 년 재정지출 축소 및 증세를 통해 2 년간 44 억 달러의 재정수지를 개선하겠다는 정책 발표, 이후 9 차례의 긴급축정책 실시
- ▶ 하지만 이러한 긴축정책이 투자 및 소비의 감소, 실업 증가 등 경기침체와 세수감소를 초래해 오히려 재정적자를 심화시키는 부작용 초래



자료: World Bank WP 3081(June 2003) 재인용

- 환율 안정을 위해 실시해 온 고정환율제로 폐소화가 장기간 고평가 됨에 따라 수출경쟁력이 악화되고 통화가치의 안정성 저하



자료: World Bank WP 3081(June 2003) 재인용



- 이런 가운데 98 년 러시아 모라토리엄 선언과 국제곡물가격의 하락, 99 년 브라질 외환위기 등 대외여건이 급격히 악화되며 위기 발생 가능성이 증대
  - 98 년 8 월 러시아 모라토리엄 선언 이후 경기침체가 시작되어 98 년에는 성장률이 97 년의 절반 수준으로 감소
  - 아울러 아르헨티나 제 1 의 수출대상국인 브라질이 99 년 초 위기에 직면하면서 경기가 급격히 침체(99 년 성장률 -3%)
- 이 밖에 지지부진한 구조개혁 및 정치적 불안정, 경제정책 운용 미숙, 정부에 대한 신뢰 부족 등도 외환위기 재발의 또다른 요인

## ■ (전개과정 및 정부대응)

- 2001 년 3 월 경제 및 정치불안이 가중되어 무디스와 S&P 등 국제신용평가사들은 아르헨티나 국가신용등급을 한 단계씩 하향조정

<그림> 아르헨티나 국가신용 스프레드 추이



자료: World Bank WP 3081(June 2003) 재인용

- 4 월에는 지나치게 높은 금리로 국채발행이 일시 중단되어 외채 상환에 필요한 자금이 부족해짐
  - 아르헨티나는 2001 년 중 재정적자 보충용 65 억달러와 외채상환 연장용

130 억달러 등 총 200 억 달러의 자금이 필요한 상황이었음

- ▶ 국채발행 중단으로 채무불이행 가능성이 증폭되어 투자자들이 시장에서 대거 이탈하는 등 금융시장의 혼란이 가중되었고 외채위기로 경제가 붕괴될 것이라는 우려도 확산
- 아르헨티나 정부는 이에 대응하여 재정적자 개선 대책과 세제 개편 등 위기국면 타개를 위한 경제정책을 발표했고, IMF는 2000년 약속한 400 억달러 규모의 자금 지원을 재확인해줘 금융시장은 일시적인 안정세 회복
  - ▶ 6월 중순 295 억달러 규모의 단기부채를 장기부채로 전환함으로써 채무불이행 리스크 일시적으로 감소
  - ▶ 아울러 6/19 일 폐소화의 달러화에 대한 1:1 고정환율제도를 달러-유로화의 50:50 평균에 페그시키는 제도로 바꾸는 환율제도 변경 발표. 하지만 시장에서는 환율제도 변화의 효과에 대해 의문을 표시하며 폐소화의 급격한 평가절하 가능성을 우려
- 11 월부터 예금인출(Bank Run) 사태가 재연되며 금융시장이 다시 혼란국면에 빠짐(중앙은행 외환보유고는 11 월 말 하루에만 20 억달러가 줄어들었고, 델라루아 대통령은 1 인당 예금인출 규모를 한 달에 1,000 달러로 제한하는 조치를 발표)
  - ▶ 델라루아 대통령은 경제위기 및 정국혼란의 책임을 지고 12 월 20 일 사임, 카발로 경제장관은 하루 전인 12 월 19 일 사임
- 12 월 23 일 로드리게스 사아 임시 대통령은 1,320 억달러에 이르는 대외채무상환의 일시 중단을 선언(Moratorium)
  - ▶ 아르헨티나 정부는 11 월 600 억달러 규모의 채무에 대해 채무재조정을 단행하였지만 국제신용평가사들은 이를 사실상의 디폴트로 평가
  - ▶ 국제신용평가사들은 10 월부터 아르헨티나 신용등급을 디폴트 직전 단계로 하향 조정
- 2002 년 큰 폭의 (-) 성장을 기록한 이후 아르헨티나 경제는 IMF 및 세계

은행의 차관 제공 및 국제원자재 가격 상승에 따른 수출 호조 등으로 2003년부터 8% 이상의 높은 성장률을 기록하는 등 회복국면에 진입

- ▶ 2004년 당선된 중도좌파 성향의 키르네즈 대통령은 2006년 1월 IMF 차관 잔액 98억달러를 조기 상환(만기 2008년)
- ▶ 아르헨티나 정부는 내수 부양을 위한 저금리 정책과 국내산업 장려, 수출경쟁력 확보를 위한 고환율 유지, 강력한 물가억제 등 위기 탈출을 위한 경제정책을 시행
- ▶ 재정수지는 2003년부터, 경상수지는 2002년부터 흑자로 돌아섰고 외환보유고도 2005년에는 272억달러로 증가(2002년 81억달러)
- ▶ 국제신용평가사들은 2005년부터 아르헨티나 국가신용등급을 상향조정

<표> 90년대 중반~2000년대 초반 아르헨티나 주요 경제지표

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
경제성장률(%)	8.1	3.9	-3.4	-0.8	-4.4	-10.9	8.8
CPI 상승률(%)	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	25.9	13.4
경상수지(10억달러)	-12.3	-14.6	-12.0	-8.9	-4.4	8.7	7.7
경상수지/GDP(%)	-4.2	-4.9	-4.2	-3.1	-1.7	8.5	5.9
총외채(10억달러)	125.0	140.7	145.4	146.5	140.5	150.0	166.2
총외채/GDP(%)	42.7	47.1	51.3	51.5	52.3	147.0	128.2
외환보유고(10억달러)	22.3	24.8	26.3	25.1	14.6	10.5	14.2

자료: IMF, EIU

## ■ (아르헨티나 외환위기의 시사점)

- 70년대 중반에서 2000년대 초까지 아르헨티나에서 발생한 외환위기는 1세대 모델(First Generation Model)로 설명 가능
  - ▶ 이 모델이 시사하는 바는 외환위기가 해당국의 경제편더멘탈의 악화, 즉 저성장과 재정적자의 확대, 과도한 통화팽창 및 경상수지 적자의 누적, 외환보유고의 부족 등 기본적인 경제여건 및 고정환율제 유지 등

---

## 경제정책의 문제가 위기를 초래할 수 있다는 것임

- 따라서 아르헨티나의 반복적인 외환위기는 경제펀더멘탈의 악화와 정부의 상황 방치가 시장의 기대를 파국으로 몰고 갈 수 있으며 이것은 결국 외환위기로 귀결된다는 역사적 교훈을 남김
  - ▶ 적정 수준의 대외채무를 유지하기 위해 상시 관리 체제를 강화하고 특히 단기유동성 관리에 집중할 필요
  - ▶ 아울러 경제체질 개선을 위한 정책적 노력을 지속하는 동시에 건실한 금융시스템을 확립하여 위기대응능력을 강화할 필요

## 2) 1994 년 멕시코 외환위기

- (배경 및 원인) 외자유입으로 인한 페소화의 고평가 및 경상수지 적자 누적 등 경제편더멘탈이 악화되는 가운데 정치적 불확실성 고조로 외국자본의 유입이 중단되고 외환보유고가 급감함에 따라 외환위기가 본격화됨
- 멕시코는 90 년대 초반 Brady Plan 에 따른 초긴축적 통화정책과 임금상승 억제, 환율안정책을 실시하며 경기가 회복세를 나타냄
  - ▶ 기업규제 완화, 공기업 민영화 등 강력한 안정화 정책을 성공적으로 추진하고 1994 년 북미자유무역협정(NAFTA) 체결을 준비하는 등 경제성장 지속을 위해 정부는 부단히 노력
  - ▶ 한편 국채의 실질수익률 증가 및 NAFTA 체결에 따른 기대감으로 외국인 투자자금이 대거 유입(Hot money 과다유입)
- 외국인자금 유입 급증에 따라 멕시코 페소화(peso)의 실질적인 절상이 심화되었으며 이로 인한 대외경쟁력 하락으로 1993 년 이후 멕시코 경제는 마이너스 성장으로 돌아섬.
  - ▶ 1993 년 멕시코의 경상수지 적자는 GDP 의 6%까지 늘어났으며, 경상수지 적자와 저조한 저축률에 의한 자금부족을 주로 주식 및 채권투자방식의 대규모 해외차입을 통해 보전(→헤지펀드 등 투기세력의 공격에 취약할 수 밖에 없는 여건 조성)
  - ▶ 이에 따라 멕시코의 대외부채는 GDP 의 60% 수준까지 늘어났으며 증가하는 외채 이자도 주로 신규 유입되는 외국인 투자자금으로부터 조달(외국자본의 유입을 지속시키기 위해 페소화를 의도적으로 고평가)

<표> 멕시코 경상 및 무역수지

(단위: 십억달러)

	무역수지	경상수지	% GDP	
			무역수지	경상수지
1990	-1.0	-7.5	-0.4	-2.9
1991	-7.0	-14.6	-2.2	-4.7
1992	-16.0	-24.4	-4.4	-6.7
1993	-13.0	-23.4	-3.2	-5.8
1994	-18.5	-29.7	-4.4	-7.0
1995	7.1	-1.6	2.5	-0.6
1996	6.5	-2.3	2.0	-0.7
1997	0.6	-7.4	0.2	-1.9
1998	-6.1	-15.7	-1.5	-3.8

자료: Bank of Mexico and IMF's World Economic Outlook

- 1994 년 대선 및 정권교체를 전후한 정치적인 불안정 심화 및 90 년 이후 미국의 금리 상승 등으로 외국인 투자자금 유입이 급격히 감소하였고, 정부는 외환보유고 부족으로 폐소화 가치 하락을 막는데 한계에 직면
  - ▶ 미국 뿐만 아니라 여타 신흥국들의 금리가 경쟁적으로 상승함에 따라 그동안 멕시코에 진출했던 해외자본이 유출되기 시작
  - ▶ 한편 당시 정치적 상황은 차아파스 주의 농민반란과 제도혁명당(PRI)의 대통령 후보 꼴로시오 암살 등으로 혼란에 빠져들고 있었음
  - ▶ 정국혼란이 국내외 투자자들의 불안심리를 자극하면서 대규모로 유입되었던 핫머니와 국내투자자들의 외화자산이 급격히 유출되기 시작(외환보유고 급감: 94 년 1 월 263 억달러→94 년 12 월 61 억달러)
  - ▶ 결국 94 년 12 월 출범한 세디요(E. Zedillo) 정부는 문제해결을 위해 12 월 20 일 14%에 달하는 폐소화의 평가절하를 단행함

<표> 멕시코 주요 경제지표

(단위: %)

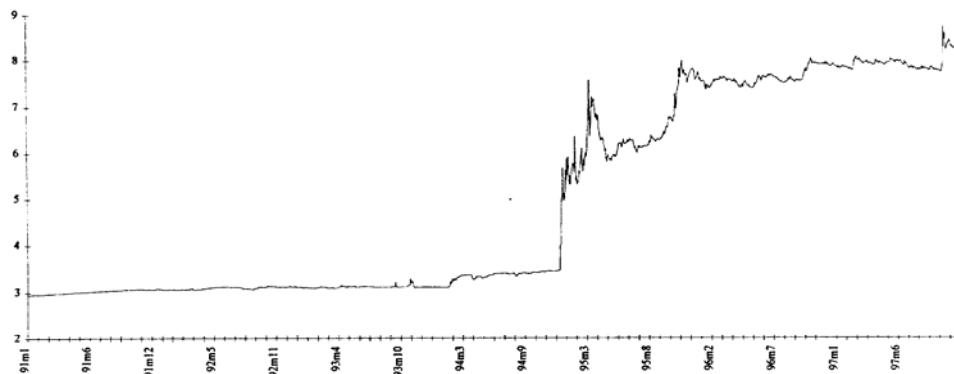
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
성장률	3.3	4.5	3.6	2.8	0.7	3.5
인플레이션	20.0	26.7	22.7	15.5	9.8	7.0
재정수지(% GDP)	-5.0	-2.8	-0.2	1.5	0.4	-0.9
정부지출(% GDP)	8.5	8.4	9.0	10.1	10.8	11.6

자료: Sachs, J., A. Tornell, and A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", NBER Working Paper No. 5576 인용

■ (전개과정 및 정부대응)

- 94년 12월 출범한 세디요(E. Zedillo) 정부는 문제해결을 위해 12월 20일 14%에 달하는 페소화의 평가절하를 단행하였고 22일에는 완전 자유변동 환율제를 도입
  - ▶ 그러나 예상과 달리 외국인 투자자금 이탈이 지속되면서 페소화의 투매 사태가 이어져 멕시코 정부도 방어를 포기, 이후 약 열흘간 페소화 가치는 40% 가까이 추가 절하되었음
  - ▶ 외국인들의 주식 및 채권 투매가 급증하여 주가 폭락, 금리 폭등(주가: 94년 12월 20일 2274pt→95년 2월말 1550(41% 폭락), 정부채권금리: 94년 11월 13.74%→95년 2월 74.75%)

<그림> 멕시코 페소화 美 달러화 대비 명목환율 추이(91.1~97.11)

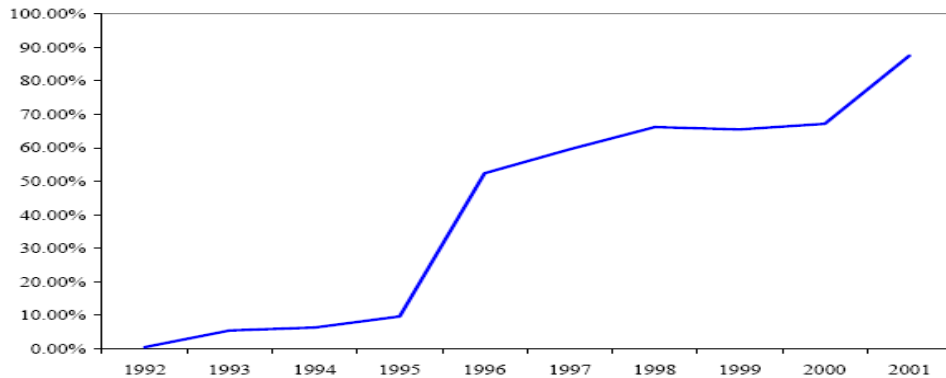


자료: Edwards, S., and M. Savastano (1998), "The Morning After: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis", NBER Working Paper No. 6516 인용

- 페소화 가치의 급락이 멕시코 물가의 급등으로 이어지자 멕시코 정부는 금리를 연 80% 이상으로 인상하는 등 초고금리 정책을 시행하였으며, NAFTA 발족 차질을 우려한 미국의 적극적인 개입으로 멕시코 사태는 비교적 단기간에 진정
  - ▶ 위기 발생 직후 멕시코 정부는 국영기업 민영화, 재정지출 삭감, 경상수지 적자폭 축소, 임금인상 제한, 물가상승률 하향 조정 등 일련의 개혁정책을 발표했으나 별다른 실효를 거두지 못하는 등 초기 대응 미흡
  - ▶ 하지만 미국과 캐나다가 95년 1월 각각 60억 달러 및 7억 달러 등 총 67억 달러의 신용지원을 결정하면서 상황이 반전되기 시작
  - ▶ 또한 멕시코로부터의 자금이탈이 지속되자 미 재무부 외환안정화기금(Exchange Stabilization Fund) 200억 달러, IMF 180억 달러, BIS가 주선한 유럽내 중앙은행들 100억 달러, 캐나다 20억 달러 등 총 500억 달러의 구제자금이 조성됨
  - ▶ 이에 따라 95년 -9.5%였던 민간소비증가율은 97년에 5.6%를 기록하였고 총투자는 95년 -29%에서 97년에는 22.4%로 증가
  - ▶ 아울러 페소화의 평가절하로 수출 관련 제조업이 95년 하반기부터 회복세를 나타냈고 이후 자본재, 중간재, 건설업 등으로 회복세가 확산. 그리고 97년에는 내수 관련 제조업과 서비스업 등 전 부문에서 위기 이전보다 더 높은 성장률을 기록
- 멕시코는 IMF의 정책권고를 전폭 수용하여 부실금융기관을 신속히 처리하는 등 개혁정책을 적극 추진
  - ▶ GDP 성장률 목표를 2%에서 -2%로 하향조정하고 통화긴축을 실시, 통화증가율을 17% 이내로 억제
  - ▶ 재정지출을 대폭 삭감하여 GDP 대비 4.4%의 재정흑자 달성을 유도
  - ▶ 낙후된 금융산업의 체질을 바꾸기 위해 은행 민영화 및 M&A를 추진, 외국인 투자제한을 철폐(단 외국인의 100% 지분 소유는 금지하고 3대 은행에 대해서는 외국인 소유 규제를 그대로 유지)



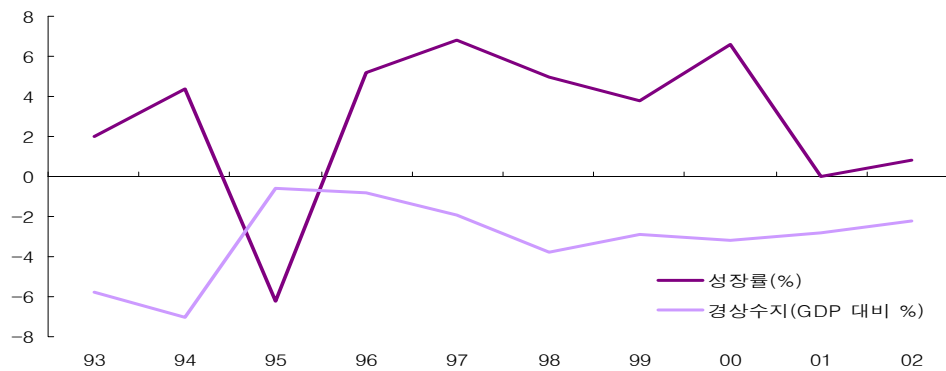
<그림> 멕시코 은행 자산에서 외국인이 차지하는 비중



자료: Aaron, T., et al (2004), "NAFTA and Mexico's Less-Than-Stellar Performance", NBER Working Paper 10289 인용

- 대규모 지원 결정이 시장에 확신을 주면서 자본유출이 멈추고 외국인자본 유입이 재개되는 등 외환시장이 급속히 안정세로 돌아섬
  - ▶ 이에 따라 총 500 억달러로 조성된 구제자금 중 미국이 조성한 125 억 달러만 동원되었으며, 외환위기 발발 이후 1 년이 채 안된 1995 년 가을부터 차입금의 대외변제가 시작됨
  - ▶ 다만 정부의 초긴축 정책과 기업 및 금융기관의 도산 등으로 95 년 성장률은 -6.2%로 급락하고 연 100 만명의 실업자가 발생(96년부터 금리가 하락하고 거시경제지표들이 안정되는 등 경기가 회복세로 돌아섬)

<그림> 외환위기 전후 멕시코 경제성장률 추이



자료: IMF World Economic Outlook Database

## ■ (멕시코 외환위기의 시사점)

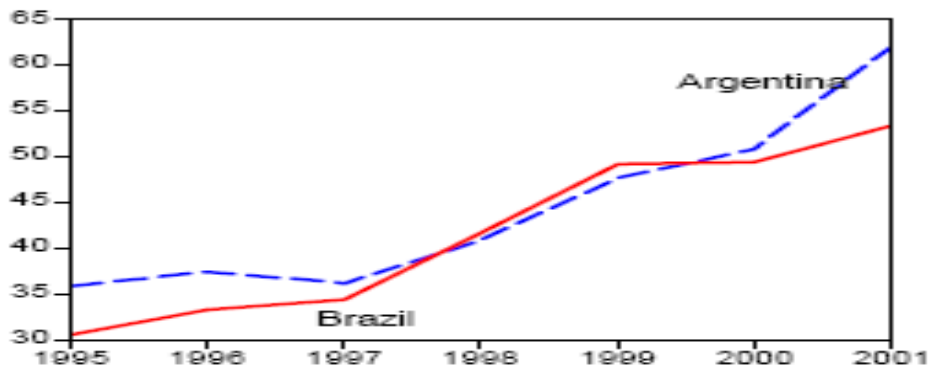
- 1994 년 멕시코 외환위기는 외자유입에 의한 붐-버스트 사이클 모형의 전형적인 형태로 자국통화의 고평가가 장기화될 경우 해외투자의 확대 등 적절한 조치를 통해 자본수지 균형을 유지할 필요성을 시사
  - ▶ 자본 및 무역자유화, NAFTA 체결추진, 경제성장의 회복 등 성공적인 경제운영을 배경으로 촉진된 대규모 외자유입이 경제버블과 폐소화 고평가를 초래하며 통제불가능한 수준의 무역수지적자를 야기
  - ▶ 통화의 고평가가 지속될 경우 무역수지 적자의 확대 뿐만 아니라 자본도입 비용이 적정수준 대비 과소평가됨으로써 과다 차입 및 과잉 투자를 초래하며 외자가 빠져나가기 시작할 경우 외화표시 대외채무가 급격히 증가하게 되는 위험도 안고 있음
  - ▶ 따라서 외자유입으로 자국통화의 고평가가 장기간 지속되어 향후 상당한 부작용이 우려될 경우 해외투자 확대 등 적절한 조치를 통해 자본수지가 어느 정도 균형을 이루게 해 줄 필요가 있음
- 또한 멕시코 외환위기 당시 멕시코 정부는 정책 결정에서 몇 가지 실수를 범하며 정부의 위기대응 방식이 외환위기의 강도나 결과에 얼마나 큰 영향을 미치는지 잘 드러냄
  - ▶ 멕시코 정부는 94 년 14%에 달하는 폐소화의 평가절하를 단행하기 직전까지 달러화 표시 국채 발행을 확대하는 등 폐소화의 평가절하가 시행되지 않으리라는 점을 시장에 시사하며 신뢰를 쌓았으나, 평가절하로 이러한 신뢰가 무너졌고 특히 평가절하 이전에 자국기업에게만 정보를 제공함으로써 외국인 투자자들로부터 신뢰를 상실함. 이는 결국 자본의 대거 해외이탈로 이어지는 계기가 됨
  - ▶ 93~94 년 경기침체로 인한 은행의 과산사태를 막기 위해 통화공급을 대폭 확대하였으며 은행의 민영화 과정에서 대주주들의 은행인수를 위한 자금확보를 위해 신용을 방만하게 확대함에 따라 점차 유동성 과잉이 심화되는 국면에 돌입. 이는 정부가 통화정책이 대외적으로 어떤 영향을 미칠지, 중장기적으로 무엇이 최적의 정책조합인지 등에 대해 확고한 신념을 갖지 못했던 결과로 볼 수 있음

- ▶ 멕시코 정부는 평가절하에 앞서 주요 자금원인 미국 및 IMF 등과 사전 협의를 하지 않았던 것으로 알려짐. 자본의 대거 유출사태에 대해 미국이나 IMF 등의 확고한 자금지원 약속이 있었다면 멕시코 외환위기는 피해갈 수 있었다는 지적이 많음
- ▶ NAFTA 를 의식한 미국의 적극적 지원으로 멕시코 위기는 비교적 단기간에 마무리 되었지만, 멕시코의 경험은 글로벌 자본이동 규모가 급속도로 확대되고 있는 상황에서 대외 통화협력의 중요성이 과거에 비해 커지고 있음을 보여줌

### 3) 1999 년 브라질 외환위기

- (배경 및 원인) 브라질은 1999 년 1 월 지불능력을 상회하는 막대한 외채와 GDP 의 7%가 넘는 재정적자 등 구조적인 문제점들이 경제정책에 대한 국민들의 반발과 정치적 갈등에 의해 증폭되면서 외환위기가 발생
- 브라질 경제의 가장 큰 문제는 과도한 외채규모와 재정적자였으며, 98 년 8 월 러시아의 모라토리엄 선언 이후 주식 및 외환시장이 급격히 동요하고 있었던 상황
- 80 년대 중남미 외채위기 당시 브래디 플랜(Brady Plan)에 의해 일부 외채 탕감과 만기연장 조치가 취해졌으나 여전히 2 천억 달러가 넘는 외채가 누적(98 년 6 월말 현재 외채는 2,264 억 달러, 이 중 중장기 외채가 1,892 억달러, 만기 1 년 미만의 단기외채가 372 억달러)

<그림> 브라질 GDP 대비 총외채 추이(1995~2001)

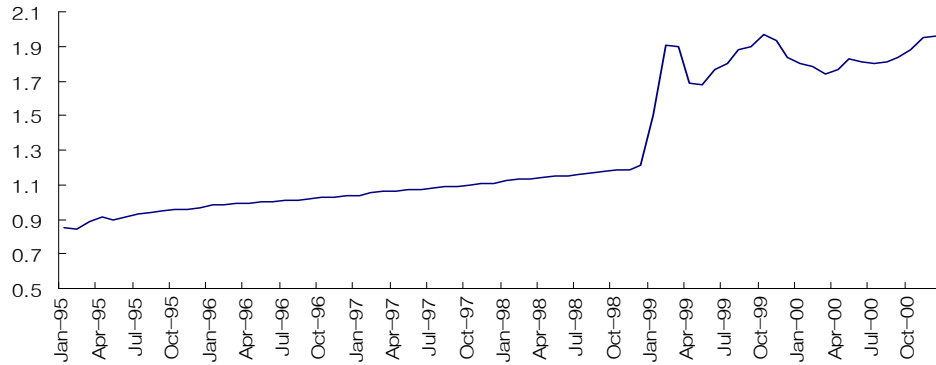


자료: Herrera, S. (2005), "Policy Mix, Public Debt Management, and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis", World Bank Policy Research working Paper No. 3512 인용

- 98 년 상반기 외채 순증분의 80%에 달하는 200 억 달러가 채권발행으로 조달되었으며, 이 기간에 유입된 자금의 대부분은 97 년 11 월 긴급조치에 따른 고금리를 노리고 유입된 핫머니로 98 년 브라질 금융불안의 직접적인 원인으로 파악됨
- 98 년 8 월 이후 주가지수는 폭락 후 반등하였고, 경상수지 적자 등으로 헤알화(Real)에 대한 평가절하 압력이 높아지고 있었음. 또한 외환보유

고 감소가 두드러진 상황에서 높은 수준의 사회보장예산으로 인해 재정적자는 GDP의 7.8%에 이르는 등 불안요인이 증폭

<그림> 美달러화 대비 브라질 헤알화 환율 추이(월평균)



자료: IFS

- 아시아 외환위기 이후 강력한 긴축정책에 따른 경기위축과 실업률 증가로 사회불안이 증폭된 가운데 사회보장법 개혁 등이 국민들과 야당의 거센 저항에 부딪힘
  - 98년 당시 대선에서 까르도주 대통령이 역사상 처음으로 연임에 성공하며 정치 불안에 대한 우려가 완화되는 듯 하였으나, 재정적자의 조속한 해결을 위해 필요한 연금제도와 재정구조 개혁이 주정부 및 야당 등의 반발로 지체

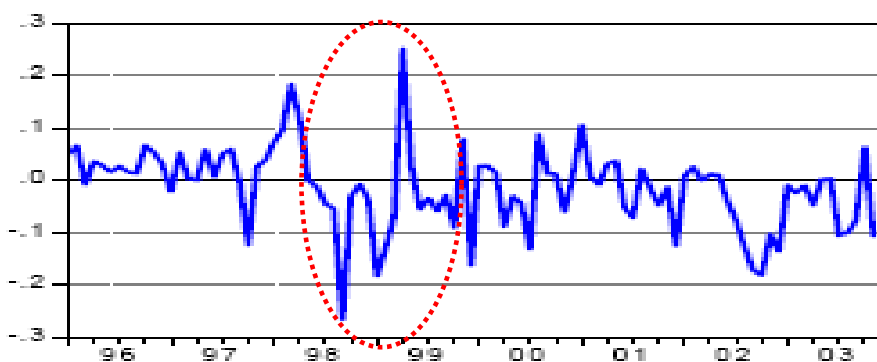
■ (전개과정 및 정부대응)

- 1997~98년 아시아와 러시아 외환위기 여파로 브라질 외환보유액이 큰 폭으로 줄어들자 브라질 정부는 98년 11월 IMF와 접촉하여 415억달러 규모의 긴급금융지원 협상을 타결
  - IMF 지원이후 일시적으로 진정국면을 보였으나 재정개혁의 지연과 연방-지방정부간 갈등 등으로 급격한 외자유출이 발생
  - 브라질 정부는 고정환율제 아래서 헤알화 가치를 방어하는데 한계를 느끼고 99년 1월 전격적인 헤알화 평가절하를 강행. 그러나 외자유출

은 지속되었고 외환시장의 불안 지속

- ▶ 헤알화 가치가 폭락한 가운데 국제신용평가기관들의 국가신용등급 하향조정으로 사태는 더욱 악화됨
- 2 월 들어 미국을 비롯한 IMF, IDB 등의 국제금융기관들이 긴급 유동성을 공급하면서 헤알화 가치가 진정되고 외자유출규모도 감소. 이후 브라질 위기상황은 빠른 속도로 안정을 되찾았고 99 년 하반기부터는 회복속도가 더욱 빨라져 99 년 전체적으로 0.8%의 플러스 성장률을 기록
- ▶ 미국을 비롯한 G7 국가들과 IMF, IDB 등 국제금융기관들이 브라질을 지원하기 위한 300 억달러 규모의 펀드 조성을 논의하면서 브라질과 중남미 금융시장은 급속도로 안정
- ▶ 특히 미국은 IMF 180 억달러 출자건을 재승인하는 등 가장 적극적인 모습을 보임
- ▶ 선진국들이 브라질 외환위기에 신속하게 대응한 이유는 브라질 경제가 중남미에 미치는 과급효과와 경제적 중요성을 고려한 때문(브라질은 미국 총수출의 20%를 차지하며 전세계 26 대 대형 투자펀드 자산의 20%가 투자되어 있음)
- ▶ 이러한 금융지원 등에 힘입어 브라질 경제는 서서히 회복세로 돌아섰고 재정적자도 98 년말 GDP 대비 8%(640 억 달러)에서 99 년에는 절반 수준인 4.7%까지 감축

<그림> 브라질 외환보유고 대비 자본흐름 추이(1996~2003)



자료: Herrera, S. (2005), "Policy Mix, Public Debt Management, and Fiscal Rules: Lessons from the 2002 Brazilian Crisis", World Bank Policy Research working Paper No. 3512 인용

## ■ (브라질 외환위기의 시사점)

- 브라질 외환위기는 금융부실이나 실물부문에 의한 것이라기보다는 이전부터 누적되어온 재정수지 적자 등 기초여건 악화에 의한 전형적인 1 세대 모델로 설명됨
  - 모든 외환위기의 바탕에는 경제 기초여건 악화라는 문제점이 존재하며, 위기에 대한 최선의 대처방안은 경제의 기초여건을 건실하게 유지해야 한다는 것을 시사
  - 브라질 외환위기는 경제기초여건 문제를 해결하지 않을 경우 대외적 충격에 민감하게 반응하게 되며, 인위적 환율조작을 통한 단기적 해결책보다는 기초여건을 개선하려는 노력이 중요하다는 교훈을 남김
  - 또한 재정부문의 불균형은 경제기초여건을 악화시켜 경제성장에 악영향을 미치며 한번 발생된 재정불균형은 회복이 쉽지 않기 때문에 재정부문을 건전하게 유지하여 정부의 경제 상황 악화에 대한 정책적 대응력을 높이고 경제를 안정적으로 유지하는 것이 매우 중요함을 시사

## 2. 1992~1993 년 유럽 외환위기(EMS Crisis)

- (배경 및 원인) 유럽연합(EU)의 통화 통합 추진을 위한 마스트리트(Maastricht) 조약 비준과정에서의 반대 분위기 확산, 독일과 여타 EU 회원국 간의 경제정책 충돌로 비교적 엄격한 고정환율제도인 유럽통화시스템<sup>2</sup>(EMS, European Monetary System)의 안정적 유지가 어려웠다는 점 등이 경제편더멘탈이 양호한 유럽 선진국들이 외환위기 에 봉착하게 된 주요 배경임
  - 유럽 통화통합(European Economic & Monetary Union)을 위한 추진일정과 세 부내용을 담고 있는 마스트리트 조약이 1991 년 체결되면서 EU 회원국들 은 EMU 참가를 위해 5 가지 경제수렴요건을 충족해야 했음
    - ▶ 5 가지 수렴요건은 인플레이션과 재정적자(GDP 대비 비중), 정부부채 (GDP 대비 비중), 환율, 장기금리 등이 기준을 충족해야 한다는 것임
    - ▶ 하지만 상기 5 가지 요건의 기준이 매우 엄격하였는데, 특히 인플레이 션은 물가가 가장 안정된 3 개 회원국의 평균치를 1.5%p 이상 초과하지 않도록 규정되었으며 장기금리는 물가가 가장 안정된 3 개국 평균의 2%p 이상 초과하지 않아야 한다는 등 수렴요건 달성이 쉽지 않았음
  - 이런 와중에 유럽 최대 경제국인 독일이 1990 년 통일 이후 동독에 대한 재정지출을 확대하면서 발생된 인플레이션 압력을 누그러뜨리기 위해 금 리인상 등 강력한 긴축정책을 시행하여 마르크화가 강세를 나타냄
    - ▶ 마르크화의 강세로 마르크화에 고정되어 있던 유럽 통화들도 동반 강 세를 나타냈고 이에 따라 이들 통화의 고평가 논란 발생
    - ▶ 유럽 각 국들은 부득이한 통화강세로 경제상황이 좋지 않음에도 불구하고 EMU 5 가지 수렴요건을 충족하기 위해 재정정책을 적극적으로 활 용하지 못했고 독일의 금리인상으로 긴축정책을 시행해야만 했음
  - EMS 의 고정환율제도는 각 국간 경제력 격차에도 불구하고 환율을 경직적으로

<sup>2</sup> EMS 는 유럽공동체 통화의 안정을 위해 역내 통화의 변동폭에 한도를 정한 고정환율제도로 1979 년 3 월 출범. ECU(European currency Unit)을 기본통화 단위로 설정하고 ERM(Exchange Rate Mechanism)에 따라 회원 국의 환율 변동폭을 기준환율 중심으로 상하 2.25%로 제한



운용하여 경제의 실체를 제대로 반영하지 못함

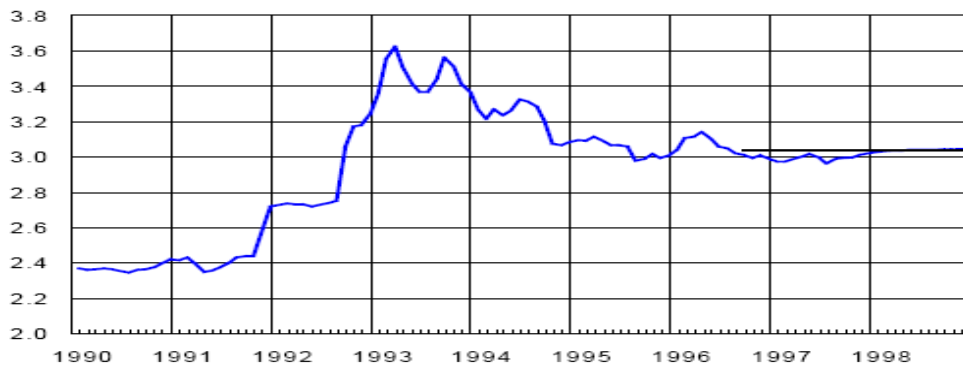
- ▶ 특히 90년대 초반 일부 약세통화국에 대한 평가재조정이 적기에 일어나지 못함에 따라 EMS의 동요 가능성 크게 증가
  - ▶ 스페인과 이탈리아의 경우 인플레이션이 독일보다 월등히 높은 상황에서 환율수준이 87년 이후 조정 없이 92년까지 고정됨에 따라 페세타와 리라화의 가치가 고평가된 상태를 유지
  - ▶ EMS의 고정환율제도는 자체적으로 외환시장의 안정을 저해할 수 있는 취약점을 내포. 즉 고정환율제도 하에서는 환리스크가 적기 때문에 투자자들은 저금리 통화를 차입하고 고금리 통화를 매입하는 이른바 ‘컨버전스 플레이’를 지속하여 고금리 통화의 과대평가가 불가피
- 긴축에 따른 경기후퇴로 마스트리트 조약 비준과 관련된 각국의 반대 분위기가 점점 고조되었는데, 회원국 가운데 처음으로 국민투표를 실시(1992년 6월)한 덴마크에서 同조약의 비준이 부결됨에 따라 유럽 통화통합에 대한 전망이 어두워짐
- ▶ 이에 따라 투기세력들은 고평가된 유럽 각 통화들의 평가절하를 예상하고 투기적 공격에 나섬

## ■ (전개과정 및 정부대응)

- 1992년 9월 유럽통화제도(EMS, European Monetary System)의 회원국은 아니지만 회원국이 되기를 희망했던 핀란드와 스웨덴 등 북구권 통화에 대한 투기적인 공격이 발생하면서 유럽의 외환위기가 시작됨
- ▶ 핀란드 및 스웨덴 등 북구권 국가들은 1980년대 후반 국제자본의 유입으로 부동산 및 주가가 급등하고 경기가 호황을 나타냈으나 자산가격에 거품이 발생하는 등 부작용도 발생
  - ▶ 1990년대 들어 유럽의 긴축정책으로 거품이 붕괴되면서 북구권 국가들의 상당수 은행들이 파산상태에 빠졌고 EMU에 참여하기 위한 적극적 환율 방어가 오히려 투기세력들에게 공격의 빌미를 제공하여 결국 외

환보유고만 소진한 채 큰 폭의 평가절하를 단행(핀란드는 92년 9월 8일 고정환율제를 포기하고 마르카화(markka)의 15% 평가절하를 단행)

<그림> 핀란드 마르카화 환율(독일 마르크화 대비) 추이



자료: World Bank WP 3081(June 2003) 재인용 e

- 북구권의 외환위기에 이어 1992년 말부터 영국 파운드화와 이탈리아 리라화에 대한 투기적 공격이 시작됨
  - ▶ 조지 소로스의 퀀텀펀드 등 헤지펀드들은 영국 파운드화에 대해 약 150억의 매도포지션을 구축한 뒤 대규모 투기적 공격을 지속. 영국 정부는 약 500억 달러의 파운드화 매입 등을 통해 환율방어에 나섰다지만 실패
  - ▶ 결국 영국은 파운드화에 대한 투기적 공격을 견디지 못하고 93년 ERM 탈퇴를 선언함으로써 고정환율제도를 포기하였고, 이탈리아도 리라화의 7% 평가절하와 ERM 탈퇴를 선언
  - ▶ 93년 초 덴마크 크로네와 벨기에 프랑화에 대한 투기적 공격에 이어 스페인 페세타와 포르투갈 에스쿠도, 아일랜드 펀트화도 투기세력들의 타겟이 됨
  - ▶ 93년 7월에는 프랑스 프랑화에 대한 투기적 공격이 재개되어 프랑스 중앙은행과 독일 분데스방크가 방어에 나섰다지만 실패하였고 결국 프랑화는 큰 폭으로 절하됨

- 유럽 주요 통화들이 큰 폭으로 절하됨에 따라 유럽연합은 93년 8월 EMS의 환율변동 허용폭을 종래의 기준환율 중심 상하 2.25%에서 상하 15%로 대폭 확대하는 등 유럽의 고정환율제도를 완화

■ (유럽 외환위기의 시사점)

- 92년 시작된 유럽의 외환위기는 그 이전의 1세대 모델로는 설명하기 어려운 특징을 지님
  - 투기적 공격을 받은 국가들은 대부분 유럽 선진국들로 이들은 국제자본시장에서 자금조달이 가능했기 때문에 중남미 국가들과는 달리 재정적자를 화폐발행으로 보전할 필요가 없었음
  - 국내 통화량의 급격한 증가도 겪지 않았으며 인플레이션도 안정적 수준에서 유지되었음

<표> 유럽 주요국 재정적자/GDP 비중 및 정부채무/GDP 비중

	재정적자/GDP(%)					정부채무/GDP(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
오스트리아	2.4	2.0	4.1	4.4	5.5	56.6	6.1	63.0	65.2	68.0
벨기에	6.5	6.6	6.6	5.3	4.3	132.6	134.4	141.3	140.1	138.3
덴마크	2.1	2.9	4.5	3.9	2.1	60.9	63.1	66.8	68.7	68.8
독일	3.3	2.9	3.3	2.5	2.3	42.7	47.3	51.8	54.6	62.5
핀란드	1.5	5.8	7.9	5.5	5.0	23.2	42.7	56.2	62.7	69.1
프랑스	2.2	4.0	6.1	6.0	5.0	41.1	45.6	52.9	56.8	59.5
아일랜드	2.1	2.2	2.3	2.2	2.5	95.3	90.7	92.7	87.9	83.3
이탈리아	10.2	9.5	9.6	9.0	7.8	103.9	111.4	120.2	122.6	122.1
포르투갈	6.5	3.3	7.1	5.7	5.4	62.2	63.2	67.8	70.4	70.8
스페인	4.9	4.2	7.5	6.6	6.2	49.9	53.0	59.4	63.5	66.5
스웨덴	1.1	7.5	13.4	10.4	9.2	53.7	69.8	74.6	79.4	84.5
영국	2.6	6.1	7.9	6.5	4.2	35.5	41.4	47.4	51.6	53.4

자료: Barry Eichengreen, *The EMS Crisis Retrospect*, NBER Working Paper 8035 재인용

- 유럽 외환위기는 정부의 예상되는 경제정책의 변화가 시장에 특정 방향으

로의 신호를 제공함으로써 자기실현적(Self-fulfilling)으로 환투기가 발생하고 결국 외환위기가 초래될 수 있음을 설명(2세대 모델)

- ▶ 예를 들면, 고정환율을 유지하는 경제적 비용이 포기하는 비용보다 더 클 경우 정부가 고정환율제도를 포기할 것이라고 시장참여자들은 예상하게 되고 이 예상이 결국 투기적 공격을 불러와 고정환율제도가 실제로 붕괴되고 외환위기가 발생
  - ▶ 이는 경제펀더멘탈과는 상관 없이 일어날 수 있는 것으로 선진국들의 외환위기를 설명하는데 적절하다고 할 수 있음
- 선진국의 경우 경제펀더멘탈 보다는 정부의 정책 시그널 또는 정책의지가 시장상황을 안정시키는데 훨씬 중요한 역할을 할 수 있다는 역사적 교훈을 남김
- ▶ 아울러 위기의 징후가 나타날 경우 이를 국지적 문제가 아닌 지역 전체의 문제로 인식해 국가간 정책협조 및 공동 대응 등 통화협력을 전개하면 위기를 방어할 수 있다는 사실을 일깨워 줌

### 3. 1997년 동아시아 외환위기

- (배경 및 원인) 80년대 후반부터 시작된 투자붐과 자산가격 급등 속에 기업과 금융기관에 의한 무분별한 외자도입, 이에 따른 비효율적 투자확대 및 중복 과잉투자 등으로 해외 투자자들이 투자축소 및 급격한 자금회수에 돌입하면서 외환위기가 발생. 대규모 경상적자에도 불구하고 고평가 되어 있던 환율도 투기세력에 공격의 빌미를 제공한 것으로 평가
  - 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 동남아 국가들은 80년대 후반 들어 외국인 직접투자 급증과 이를 바탕으로 한 높은 수출증가세로 비약적인 경제 성장을 이루었음
    - ▶ 플라자 합의 이후 엔화가치 상승으로 활로를 찾던 일본계 기업들과 미국, 유럽 선진국의 일부 기업들은 저임금 메리트가 있는 동남아 국가를 생산기지로 활용하기 위해 투자를 확대
  - 하지만 90년대 들어 중국이 외국인 직접투자의 주요 대상으로 급격히 부상했고, 중국산 저가품이 글로벌 시장에서 동남아산 저가품을 급속도로 밀어내는 등 동남아 국가들의 경쟁력이 약화됨
    - ▶ 아울러 엔화가 약세로 돌아서면서 이 지역에 대한 일본 기업들의 투자가 감소됨

<표> 동아시아 국가 주요 경제지표

	85~89년	90~95년	96년	97년	98년	99년	00년
<b>GDP 성장률(%)</b>							
인도네시아	5.3	7.2	7.8	4.7	-13.1	0.8	5.4
말레이시아	4.9	9.4	10.0	7.3	-7.4	6.1	8.9
필리핀	2.7	2.3	5.8	5.2	-0.6	3.4	6.0
태국	9.0	9.1	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.8
<b>Inflation(%)</b>							
인도네시아	6.8	8.7	7.0	6.2	58.0	20.7	3.8
말레이시아	1.3	3.8	3.5	2.7	5.3	2.7	1.6
필리핀	9.9	10.9	9.1	5.9	9.7	6.4	4.0
태국	3.2	5.0	5.9	5.6	8.1	0.3	1.6

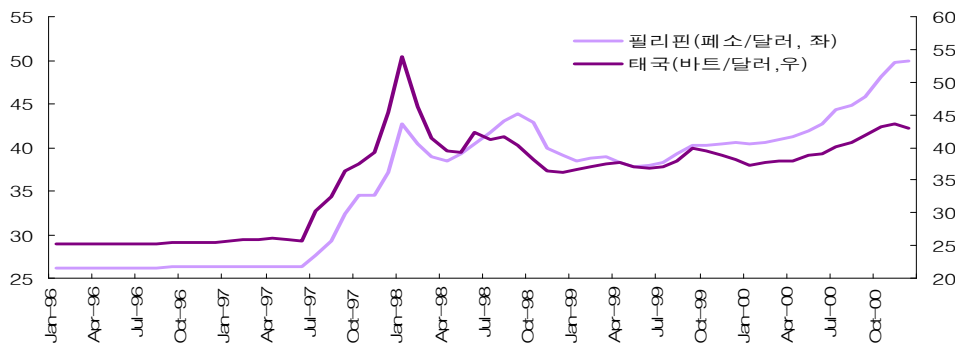
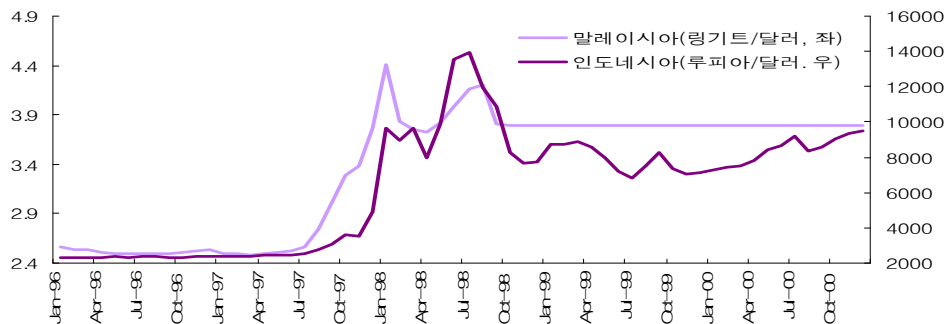
<표> 동아시아 국가 주요 경제지표(계속)

	85~89년	90~95년	96년	97년	98년	99년	00년
경상적자(%GDP)							
인도네시아	-2.6	-2.2	-2.9	-1.6	3.8	3.7	4.8
말레이시아	2.3	-6.1	-4.4	-5.9	13.2	15.9	9.4
필리핀	0.7	-3.8	-4.6	-5.2	2.3	-3.8	-2.9
태국	-2.1	-6.6	-7.9	-2.1	12.8	10.2	7.6

자료: IMF WEO Database

- 한편 동남아 통화는 80년대 이후 외자유입으로 90년대 중반 들어 상당히 고평가 되어 있었고 이에 따라 이들 국가의 경상수지 적자는 GDP의 6~8%에 달했음(특히 태국은 96년 경상수지 적자 비율이 8%에 이르러 94년 외환위기를 겪었던 멕시코 수준(7.8%)을 상회하였음)
- 대규모 경상수지 적자에도 불구하고 이들 국가의 통화가치는 정부의 개입과 국내 금융기관 및 기업들의 차입증가로 안정적으로 유지될 수 있었음

<그림> 인도네시아 및 말레이시아 환율 추이(96~00년, 월평균)



자료: IFS

## ■ (전개과정 및 정부대응)

- 96년 가을 태국 금융기관들이 대규모 대손에 직면하는 사태가 연쇄적으로 발생하였으며 이를 계기로 해외 투자자들이 태국에 대한 대출 축소 및 자금회수에 나서면서 바트화에 대한 평가절하 압력이 심화
  - ▶ 태국 금융기관들은 국내 채무자들에 대한 신용평가를 제대로 하지 않아 관련 채무불이행에 따른 대손이 불가피하게 발생(97년 3월 태국 최대 금융회사인 Finance One 이 대규모 부실로 인해 Thai Danu Bank 에 합병되는 사건 발생. 이를 계기로 예금인출 사태가 확산되면서 태국의 주가가 폭락)
  - ▶ 태국 정부는 그동안 고금리 정책과 외환시장 개입으로 바트화를 방어해 왔지만 외환보유고의 상당 부분을 소진하는 결과를 초래. 결국 97년 7월 2일 태국 정부는 사실상의 고정환율제도인 복수통화바스켓제도를 포기하고 자유변동환율제로 이행하면서 바트화 가치는 폭락하게 됨
- 태국의 외환위기는 그동안 경제상황의 악화에도 불구하고 인위적으로 통화가치를 유지해 오던 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등 동남아 각국에 절하 압력으로 작용하면서 위기가 광범위 하게 확산됨
  - ▶ 통화가치의 변동이 대외신인도의 척도로 여겨지던 상황에서 동남아 국가들의 통화가치 하락은 외국인 투자자금의 유출을 가속화 시켰고 이는 다시 환율절하 압력을 가중시키는 등 상황을 급속도로 악화시킴
  - ▶ 97년 10월에는 홍콩과 싱가포르 등 아시아 금융중심지로 금융위기가 파급됨(고정환율제인 통화위원회제도를 채택하고 있는 홍콩달러가 국제투기자본의 공격을 받았고 이 여파로 홍콩 주가가 폭락하였음)
- 외환위기에 직면한 동남아 국가들은 97년 여름 IMF 에 구제금융을 요청하였음
  - ▶ 필리핀은 97년 7월 IMF 와 EFF(Extended Fund Facility: 확대신용제도) 한도를 종전의 6.5억달러에서 10억달러로 증액키로 합의
  - ▶ 태국과 인도네시아는 각각 97년 8월과 10월에 IMF 로부터 172억달러,

430 억달러의 자금지원을 승인받음(하지만 인도네시아는 IMF 와 협의된 정책사항들을 제대로 지키지 않아 IMF 로부터 자금지원 중단 조치를 당했으며 이로 인해 대외신인도가 크게 하락하여 98 년 5 월부터 다시 금융위기에 직면하게 됨)

- ▶ 그러나 말레이시아는 외채 수준과 대외신인도가 상대적으로 양호했고 마하티르 총리가 자본통제 등 폐쇄적인 대처 방안을 사용하는 등 IMF 에 의존하지 않은 채 독자생존을 모색
- 98 년 들어 IMF 의 차입금 등을 비롯한 공공부문으로 자본유입이 늘어난 가운데 민간부문에서의 급격한 자본유출도 진정
  - ▶ 한국 : 97 년 4 분기 중에만 99 억달러가 순유출 되었으나 98 년 연간 순유출 규모는 40 억달러로 축소. 99 년 1~2 월 중에는 97 년말 이후 처음으로 해외자본이 순유입 추세로 전환
  - ▶ 인도네시아 : 97 년 4 분기~98 년 1 분기 116 억달러의 순 자본유출을 경험 하였으나 98 년 2 분기 이후 98 년 말까지 10 억달러 정도 해외자본이 순유입된 것으로 나타남. 이는 인도네시아 외채가 국제채권단에 의해 상환연기된 것 등에 힘입은 것으로 보임
  - ▶ 태국 : 97 년 2 분기~97 년 말까지 99 억달러의 자본이 순유출. 98 년 연간으로는 자본유출 규모가 96 억달러로 소폭 줄어드는데 그쳐 상대적으로 자본유출 둔화 속도가 다른 국가에 비해 느린 것으로 나타남
- 위기 이후 외국인 직접투자는, 한국과 태국은 큰 폭으로 늘어난 반면 말레이시아와 인도네시아는 줄어드는 등 국가별로 차이를 보임
  - ▶ 98 년 태국의 외국인 직접투자는 68 억달러로 97 년의 37 억달러에 비해 큰 폭으로 증가
  - ▶ 한국의 경우에도 97 년 28 억달러에서 98 년에는 51 억달러로 급증. 이는 각종 투자환경의 개선과 경제구조조정 과정에서 기업과 금융기관들의 해외매각이 강도 높게 추진되었기 때문으로 해석
  - ▶ 반면 말레이시아는 외환통제로, 인도네시아는 정정불안 및 IMF 와의 정책협의 과정에서 불협화음 등으로 상대적으로 투자환경이 악화되어 외



국민 직접투자가 감소(말레이시아 97년 51억달러→98년 31억달러, 인도네시아 97년 45억달러→98년 -13억달러)

- 98년 들어 인도네시아를 제외한 아시아 국가들의 금융시장 혼란이 다소 진정되었지만 초긴축정책으로 실물경제가 급격히 위축됨
  - ▶ 태국, 인도네시아, 한국 등 IMF로부터 구제금융을 받은 국가 외에 싱가포르, 말레이시아 등 거의 모든 아시아 국가들의 경제성장이 마이너스로 반전되는 등 실물경기가 극도로 위축
  - ▶ 외환위기를 겪지 않은 중국도 경제성장률이 한 자릿수로 하락했으며 20% 이상의 증가율을 보이던 수출도 98년에 0.5% 증가에 그침
  - ▶ 외환위기 이후 실업이 큰 폭으로 증가하며 절대빈곤 인구가 증가하고 소득불평등도 심화

건설 및 금융부문에서 시작된 실업이 경기침체에 의한 기업의 부도 증가, 구조조정을 통한 인력감축 등으로 농업을 제외한 경제 전부문으로 확대. 위기 이후 신규실업은 인도네시아에서 최대 1,500만명 증가했으며 태국에서는 170만명, 그리고 한국에서는 120만명의 신규실업이 나타남. 이러한 신규실업은 사회안전망이 구비되어 있지 않은 동아시아에서 가계에 즉각적으로 영향을 미치게 되며 결국 소득불평등을 확대시키고 사회불안을 야기시킴<sup>3</sup>

<표> 위기 전후 동아시아 실업률 비교

	1996	위기 이전	위기 이후	신규실업(만명)
인도네시아	4.1	4.9(97. 8)	15.0(98. 12)	1,200~1,500

<sup>3</sup> 박변순, 유진석(1999), “아시아 경제 재건을 위한 방안”, 삼성경제연구소

태국	1.1	2.2(97. 2)	6.0(98. 12)	170
한국	2.6	2.3(97. 10)	8.4(98. 9)	120
말레이시아	2.5	2.6(97 말)	5.2(98. 12)	40
홍콩	2.8	2.4(97 말)	5.0(98. 3Q)	10
싱가포르	N/A	1.8(97 말)	4.5(98. 9)	N/A

자료 : 삼성경제연구소 재인용

- 한편, 말레이시아의 외환위기 대응방식과 다른 아시아 국가와의 차이는 각국이 처한 경제현실을 반영한 결과로 해석
  - 외환위기 이후 말레이시아는 IMF 프로그램에 의한 개방과 자유화, 先구조조정/後경기부양 등 다른 아시아 국가들의 대응과 달리 자본통제 및 고정환율제, 先경기부양/後구조조정 등의 방식으로 대응
  - 이는 말레이시아는 당시 한국, 태국과 달리 외화유동성 문제가 없었던 반면 국내부채 문제가 상대적으로 큰 상황이었기 때문
  - 따라서 말레이시아는 금리인하와 통화공급 확대정책을 추진하였고 이를 위해 자본통제 및 고정환율제를 실시. 아울러 금융기관의 예대마진율을 규제했으며 은행에 대해 강제로 대출증가율을 설정하고 준수를 요구
  - 말레이시아의 이러한 대응은 금융시장을 단기에 안정시키는데 성공하였지만 신용경색 문제와 실물경제 회복이 지연되는 부작용 발생
  - 대외신인도 회복에 있어서도 IMF 프로그램을 이행한 국가에 비해 다소 뒤처짐

## ■ (아시아 외환위기의 전세계 확산)

- 아시아 주요국들의 외환위기로 아시아 경제가 급격히 침체되면서 국제 원자재 가격이 폭락. 이로 인해 원자재 수출에 주로 의존해 오던 러시아와 중남미 경제가 악화됨
  - 러시아는 98년 8월 금융시장이 극도로 혼란해진 가운데 대외지급 불능

에 직면하였고 결국 모라토리엄을 선언

- ▶ 러시아의 모라토리엄으로 신흥 개도국, 특히 중남미 국가들은 해외 자본의 급속한 이탈과 주가폭락, 금리폭등, 환율불안 등 극도의 금융불안에 직면(중남미 최대 외채국인 브라질이 가장 먼저 외채상환 불능 위기에 직면)
- 아시아 외환위기는 98년 러시아 모라토리엄을 계기로 일본, 미국, 유럽 등 선진국에도 영향을 미침
  - ▶ 아시아 지역 최대 채권국이자 투자국 이었던 일본은 아시아 외환위기로 자국 금융기관들의 부실이 급속도로 확대되었고 90년대 들어 지속되고 있던 장기불황이 더욱 심화됨
  - ▶ 중남미 지역에 대한 대출의 70%를 차지하고 있던 미국과 유럽도 중남미 국가들의 외채상환 불능 가능성이 높아지면서 금융시장이 불안해짐. 특히 미국은 헤지펀드인 LTCM 이 러시아 모라토리엄 등으로 파산위기에 직면하면서 월가의 금융기관들이 대규모 손실을 입는 등 금융위기가 확산되는 조짐이 나타남
- 금융위기로 세계경제가 공황에 빠질지도 모른다는 위기감이 고조되는 가운데 98년 10월 개최된 IMF 및 IBRD 연차총회를 전후해 선진국들 간에 정책공조 분위기가 조성
  - ▶ 미국이 98년 9월 금리인하를 단행한 것을 필두로 캐나다와 영국이 뒤를 이어 금리를 인하함. 일본은 11월 24조엔 규모의 경기부양대책을 발표
  - ▶ 독일과 프랑스 등 유로존 11개국도 98년 12월 공동으로 금리인하를 단행함으로써 전세계적인 금리인하 분위기 형성
  - ▶ 한편 대규모 자금지원으로 기금고갈 위기에 처한 IMF의 재정확충을 위해 미국이 180억달러의 추가 출연을 승인. 이를 토대로 IMF는 98년 11월 브라질에 대한 415억달러에 달하는 대규모 자금지원을 결정하여 중남미 외환위기의 확산을 막는 단초를 마련

**<표> 아시아 외환위기의 전개 및 확산 일지**

1997. 5.15	태국 바트화의 투매 발생. 태국, 싱가포르, 홍콩, 말레이시아 등 환시 공동 개입
7. 2	태국, 관리변동환율제로 전환 후 IMF에 자금지원 요청
7. 14	IMF, 필리핀에 11억달러 자금 지원
8. 11	IMF 등, 태국에 대한 172억달러 규모의 자금지원 결정
8. 14	인도네시아, 루피아화 폭락으로 환율 변동 제한폭 폐지
9. 4	필리핀 폐소화, 말레이시아 링기트화 등 폭락
10. 8	인도네시아, IMF에 자금지원 요청
10. 17	대만, 환율 방어 포기로 대만달러 급락
10. 23	홍콩 주가 10.4% 폭락
10. 27	미국 다우지수 7.2% 폭락
10. 30	IMF 등, 인도네시아에 330억달러(이후 423억달러로 증액) 지원 결정
11. 21	한국, IMF 구제금융 신청
12. 5	IMF 등, 한국에 총 582억달러(IMF 210억달러, IBRD 100억달러, ADB 40억달러, 외국정부 232억달러) 지원 승인
12. 16	한국, 일일 환율변동폭 폐지로 완전 자유변동환율제로 전환
1998. 6. 4	인도네시아, 민간외채 채무조정 합의
7. 13	IMF 등, 러시아에 226억달러 자금지원 합의
8. 17	러시아, 외채지불유예(모라토리엄) 선언
9. 4	멕시코 폐소화 및 중남미 주가 폭락
9. 9	일본, 금리인하 단행
9. 17	중남미 국가 주가 폭락
9. 23	인도네시아, 정부채무조정 합의
9. 24	미국, 롱텀캐피탈(LTCM)에 35억달러 구제금융지원 합의
10. 8	영국, 덴마크 등 일부 유럽국가 금리인하 시작
10. 14	미국, IMF 기금 180억달러 추가 출자 승인
11. 13	IMF, 브라질에 415억달러 자금지원 승인
11. 16	일본, 24조엔 규모의 경기부양책 발표
12. 3	유로존 11개국 공동 금리인하

자료: 국제금융연구원

## ■ (아시아 외환위기의 시사점)

- 아시아 외환위기는 그 이전의 위기에 비해 지역적으로 훨씬 광범위한 영향을 미쳤으며, 위기의 배경에 있어서도 훨씬 복합적인 특성을 지님
- 무엇보다도 글로벌 금융자유화 및 자본자유화로 해외 자본의 이동성이 크게 확대되고 있던 상황에서 아시아 지역으로의 과도한 자본유입은 경직적인 환율제도와 맞물려 경상수지 악화를 초래해 버블 형성 및 붕괴를 초래한 것으로 평가
- 또한 통화의 고평가와 자본유입에 따른 경기호황은 아시아 기업들의 과다차입 및 부실화의 배경이 되었음. 특히 동아시아 국가들은 상당수가 정부지원과 외자유치, 그리고 이를 바탕으로 한 수출주도형 경제개발을 지속해왔기 때문에 경기침체기에는 설비과잉 및 산업부실화로 이어질 수 있는 개연성이 충분했음
- 이밖에 아시아 금융기관에 대한 유동성이 갑자기 회수되면서 위기가 심화된 측면도 간과할 수 없음
  - ▶ IMF 에 의하면 동아시아 지역으로의 국제자금 유출입(민간부문) 규모가 96년 930억 달러 순유입에서 97년에는 121억 달러 순유출로 1년 사이 1천억달러 이상 급격히 변화했음
  - ▶ 이러한 급격한 변화를 초래한 주역은 주로 상업은행들로서 이들은 96년 대출증가를 통해 동아시아 지역에 555억 달러의 자금을 순유입시켰으나 97년에는 213억 달러 순유출로 전환했음
  - ▶ 이들은 외환위기 직전까지 마구잡이로 늘리던 대출을 갑자기 회수함으로써 아시아 지역에서의 유동성 위기를 확산, 심화시켰다는 비난을 피할 수 없음
- 아시아 외환위기를 통해 위기에 대한 사후 대응 보다는 사전 예방이 중요하며, 따라서 조기경보체제의 효율적 운용과 글로벌 경제변화를 감안한 종합적인 대응, 그리고 국제기구 및 주요국과의 협력체제 강화 등이 필요한 것으로 평가

- 한편, 아시아 외환위기는 외국 금융기관의 ‘도덕적 해이’에 상당 부분 원인이 있으며 IMF 구제금융 이후에도 상대 국가의 약점을 이용하여 과도하게 이익을 챙기는 행태가 발생
  - IMF 구제금융으로 국제 민간채권단의 부실대출까지 보상하게 되어 결과적으로 IMF 가 ‘도덕적 해이’를 조장하였으며, IMF 와 G7 이 한국을 보증해줄 것이라는 기대하에 외국 금융기관들이 무리한 고금리를 요구
  - 이에 따라 IMF 등 국제기구의 지원방식에 대한 논란 및 개혁방안에 대해 논란이 제기됨

#### 4. 1998 년 러시아 및 2006 년 아이슬란드, 터키 등 신흥국 외환위기

##### 1) 1998 년 러시아 외환위기

- (배경 및 원인) 조세체계 미미로 인한 재정적자 누적과 단기부채 급증 등 경제펀더멘탈이 악화된 상황에서 1997 년 동아시아 금융위기가 도화선 역할을 담당

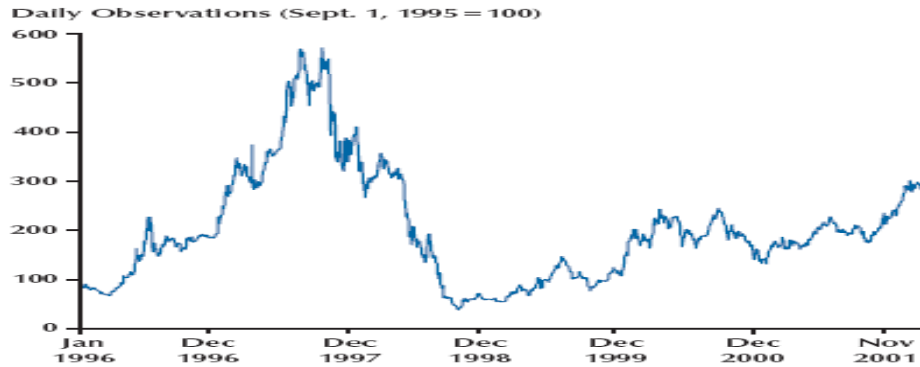
- 경제펀더멘탈 악화 외에 경제개혁의 부진과 정치사회적 불안 등도 주요 원인 중의 하나로 지목
  - ▶ 90년대 초반 재정적자를 보전하기 위한 통화 남발로 높은 인플레이션이 초래되었으며, 95년 이후에는 단기성 국채 발행으로 재정적자를 보전
  - ▶ 97년 당시 재정적자는 GDP의 7% 수준이었으며 국채의 만기가 도래하기 전에 또 다른 고금리 국채를 발행함으로써 국가채무가 가중되었고, 1998년 국채 만기 도래분이 GDP의 9%를 초과하기에 이룸
  - ▶ 또한 외국인 투자자들이 러시아 시장을 이탈하면서 루블화 표시 단기 국채 수익률이 급증하였고 이로 인해 러시아정부의 국채원리금 상환부담 가중
  
- 대외적 요인으로는 아시아 금융위기의 여파로 신흥시장에 대한 신뢰도가 저하됨에 따라 국채시장으로부터의 대규모 외자유출이 이어지면서 금융위기 촉발
  - ▶ 인도네시아 사태 이후 외국인 투자자들의 이머징 마켓에 대한 불신과 루블화 평가절하에 대한 불안감으로 국채시장의 외국자본중 약 70억 달러가 97년말~98년초에 러시아 외환시장에서 이탈
  
- 국제원유가격의 하락에 따른 수출감소로 무역수지 흑자 폭이 줄어들고, 높은 이자비용으로 경상수지 적자 확대, 외환보유고 축소
  - ▶ 아시아 금융위기로 인한 경기침체로 러시아 수출의 70% 이상을 차지하던 원자재 가격이 급락하며 무역수지흑자가 급감하였고, 구소련으로부터 1300억달러의 채무를 승계한 상태에서 가중된 국채원리금 상환부담이 외환사정을 압박
  - ▶ 97년 3분기 231억달러에 달했던 외환보유고는 98년 8월 170억달러로 감소
  - ▶ 또한 러시아 정부는 경직된 환율제도를 고수하며 정책 실패를 야기하였고, IMF와의 위기극복 정책 합의에도 불구하고 정책집행이 지연되면서 정부에 대한 시장의 신뢰상실로 주식시장 폭락 및 외환시장 동요

## ■ (전개과정 및 정부대응)

- (1차 위기, 1997년 10월~1998년 2월) 러시아 금융시장은 아시아 금융위기의 여파로 97년 10월부터 불안한 양상을 보이며 국채시장에서의 대규모 외자유출과 주식시장에서의 투자불안심리 확대로 금융위기 촉발
  - ▶ 러시아 정부는 외환시장개입 및 금리인상 정책으로 루블화 환율 안정에 어느 정도 기여하였으나 지나친 고금리가 상당기간 유지되자 정부의 정책에 대한 불안이 지속되었음
  
- (2차 위기, 1998년 5월~ 7월 중순) 국제원자재가격 하락으로 인한 교역조건 악화와 재정적자 등 구조적 요인 심화 속에 루블화 평가절하설이 확산되며 주식, 채권, 통화가치가 동시에 폭락하는 금융, 외환위기 발생
  - ▶ 98년 3월 신임 총리인 키리엔코에 대한 국회 인준 거부로 정국혼란 및 여야 간 정치적 대립 심화
  - ▶ 정부는 IMF, 세계은행 등 서방측과 위기상황 진정을 위한 약 226억 달러 규모의 긴급구제금융에 합의한데 이어 세수확대 및 구조조정 개혁 가속화를 골자로 하는 경제위기극복 프로그램을 발표
  - ▶ 그러나 시장의 신뢰도가 회복되지 않자 다시 금리인상을 단행하였으며 이어 IMF와 경제 및 금융안정화 정책에 관한 양해각서에 대해 합의
  - ▶ 이후 주가가 30%이상 회복되는 등 금융, 외환시장은 다소 안정세를 보였으며 재무부는 외채 상환부담을 줄이기 위해 단기국채를 장기 유로 본드로 전환

<그림> 러시아 주가지수 추이

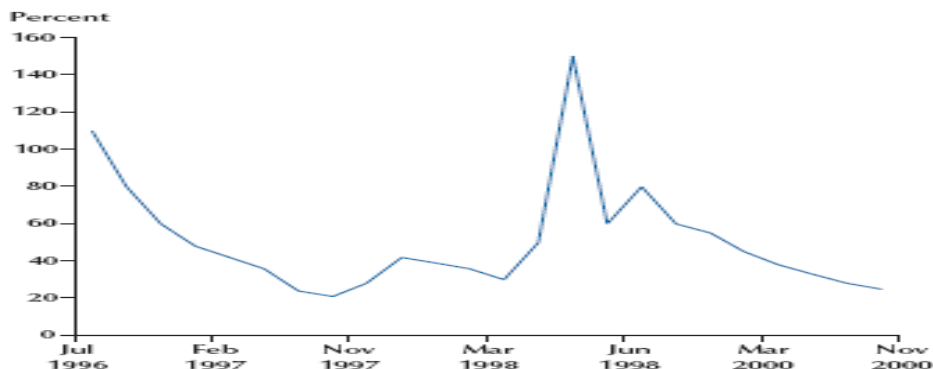




자료: Choido, A. J., and M. T. Owyang (2002), “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998”, The Federal Reserve Bank of St. Louis 인용

- (3차 위기, 1998년 7월말~ 8월) 러시아 의회의 위기극복 프로그램에 대한 승인이 거부되고 정정불안이 확대되자 정부의 정책집행에 대한 의구심이 증폭되어 7월말부터 단기국채에 대한 수익률이 상승, 주가 재폭락
- ▶ 루블화에 대한 평가절하 압력이 증대되는 가운데 단기국채 수익률이 300%에 달하고 외환보유고가 170억 달러로 하락함에 따라 은행들이 지급불능상태에 이룸. 정부는 루블화 평가절하를 단행하며 8월 17일 모라토리엄을 선언(모라토리엄 선언 이전 매주 5~10억달러를 외환시장에 투입하여 루블화의 가치방어에 나섰으며, 7월 IMF로부터 긴급구제금융의 일환으로 받은 48억달러 가운데 38억달러를 불과 한 달도 채 안돼 환율방어용으로 소진한 것으로 드러남)

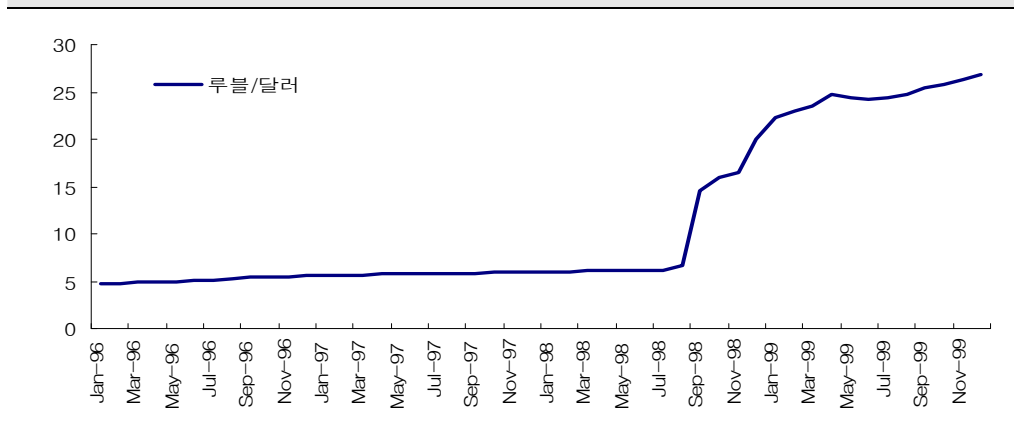
<그림> 러시아 대출금리 추이



자료: Choido, A. J., and M. T. Owyang (2002), “A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998”, The Federal Reserve Bank of St. Louis 인용

- ▶ 정부는 상업차관의 상환을 90 일간의 지불유예와 모든 연방 채권에 대한 일시적 거래중지, 만기 1 년 이내의 루블화 표시 금융상품에 대한 외국인 거래 금지 등 실제적 대외채무 불이행(default) 조치
- ▶ 러시아 GDP 는 91 년 12 월 연방 출범 이후 6 년 동안 계속 감소하였으나 97 년 처음으로 플러스 성장(0.4%)을 나타냈음. 하지만 98 년 7 월 이후 외환위기로 산업생산이 9% 이상 감소하는 등 악화일로에 다시 접어들

<그림> 러시아 루블화 환율(월평균) 추이



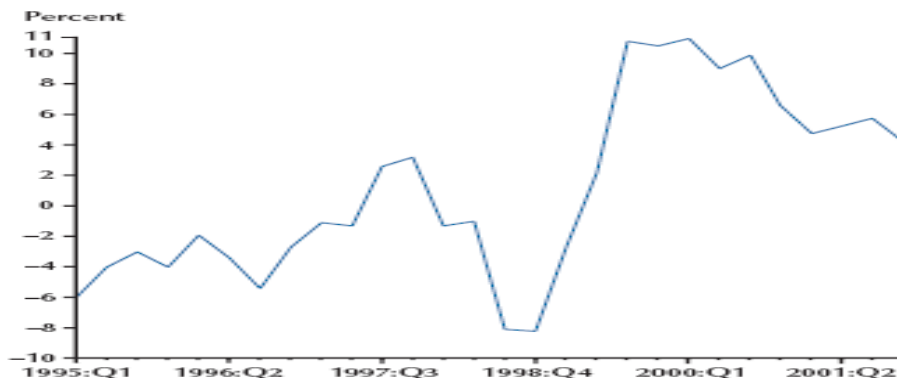
자료: IFS

○ 러시아 외환위기는 주변국에도 부정적인 영향을 미침

- ▶ 우크라이나는 외환보유고 급감으로 외채 지불유예 가능성이 고조
- ▶ 일부 동구권 국가들은 주가가 큰 폭으로 하락하는 등 금융시장 불안감 증폭(폴란드 주가 최고점 대비 37% 하락, 헝가리와 체코는 각각 46%와 27% 하락)
- ▶ 유럽 금융기관들의 對러시아 채권규모는 약 500 억달러로 전체의 70%에 달하는데 러시아 외환위기로 이들은 막대한 손실을 입음(對러시아 대출비중이 높은 Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerz Bank 등 독일 3대 은행의 수익성 악화. S&P 는 Deutsche Bank 의 신용등급을 AAA 에서 AA+로 하향조정)

- 모라토리엄 선언 이후 러시아는 변동환율제 도입, 긴축재정정책 등 경제 안정화 대책과 함께 세제개혁, 투자환경개선을 통해 경제 개혁을 추진함에 따라 경기가 서서히 회복
  - ▶ 러시아 정부는 25 개 서방 은행채권단과 채무상환 일정 조정에 착수하였으며 IMF 에 43 억달러의 자금공여를 즉시 처리해 줄 것을 요청
  - ▶ IMF 의 추가지원이 없을 경우 러시아 중앙은행은 체납된 연금과 임금 지급, 그리고 부실은행 지원을 위해 신규화폐 발행을 계획
  - ▶ 99 년 8 월에는 18 개국으로 구성된 국제채권국 모임인 파리클럽이 러시아의 구소련 외채 상환일정을 연기하기로 결정함에 따라 러시아가 99 년과 2000 년 중에 상환할 외채가 당초 80 억달러에서 6 억달러로 급감
  - ▶ 때마침 국제유가의 상승세 반전도 러시아 경제에 긍정적으로 작용(98 년 12 월 배럴당 8 달러선까지 하락했던 국제유가가 99 년 여름에는 20 달러선을 회복)

<그림> 러시아 실질 경제성장률 추이(분기별)



자료:

## ■ (러시아 외환위기의 시사점)

- 러시아 금융위기의 발생 원인들은 서로 상호간에 밀접히 연계되어 있으며, 근본원인은 체제 전환 과정에서의 경제주체들의 경쟁력 상실과 일관된 경제개혁의 부재, 경제정책의 실패와 비경제적 요인, 외부적 요인에서 찾을

수 있음

- ▶ 모라토리엄 선언에 이르기까지 러시아 외환위기는 사실상 구소련이 남긴 유산과 신생 러시아 지도부의 정책실패를 포함하여 국가건설의 위기, 시민사회의 미성숙, 러시아 정체성의 혼란 등이 동시에 작용
  - ▶ 러시아 정부는 긴축재정정책에 따른 루블화 가치의 안정을 최대의 업적으로 견지하기 위해 화폐가치 안정 일변도의 경직된 정책을 펼침으로 금융위기를 악화시켰다는 분석
  - ▶ 당시 대부분의 은행들은 투기자금을 운용하여 고수익을 올리는 데 치중하여 외국의 투기성 자금유입을 야기했으며, 부실은행 난립, 불법업무 만연, 금융감독 소홀 등 전반적인 금융시스템의 미발달도 금융위기의 또다른 원인
- 러시아 금융위기는 동아시아 지역에 국한되었던 금융위기가 여타 지역으로 확산되는 매개체 작용을 하며 국제금융시장에 중대한 영향을 미침
- ▶ 러시아 모라토리엄 선언으로 개도국의 리스크 프리미엄 상승 및 국제원자재가격 하락이라는 두가지 대표적인 파급경로를 통해 중남미로 금융위기가 확산됨
  - ▶ 또한 달러화가 약세로 급반전하고, 엔화와 마르크화가 강세로 전환되는 등 안전지대로 여겨졌던 미국과 유럽 등 선진국으로도 그 영향이 파급
  - ▶ IMF 체제하의 러시아가 모라토리엄을 선언하고, 국제금융자금이 고갈되는 등 IMF의 세계금융안정기구로서의 역할에 대한 신뢰 저하 야기

<표> 러시아 외환위기 전개 일지

1996. 4	파리클럽 및 런던클럽과 러시아 채무재조정 시작
1997. 9	파리클럽 및 런던클럽과 채무재조정 협상 완료
11	아시아 외환위기 여파로 루블화에 대한 투기적 공격 시작. 러시아 중앙은행이 방어에 나섰으나 60억달러 손실 발생
12	원유가격 및 비철금속 가격 하락세 시작
1998. 2	IMF에 자금지원 요청

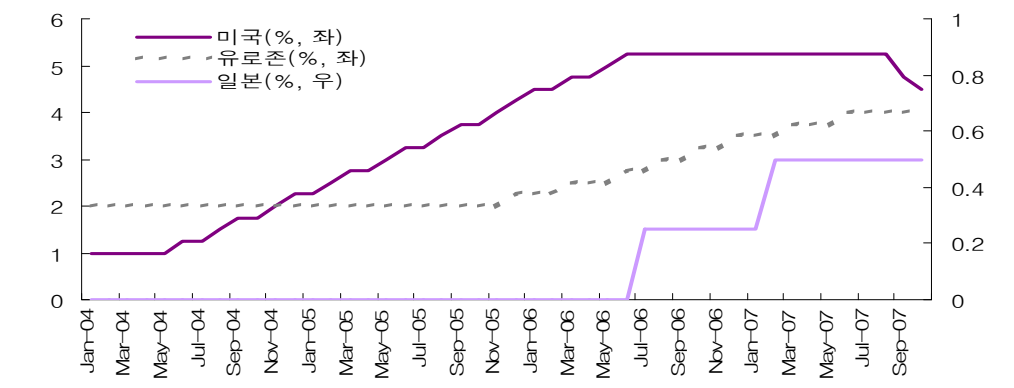
1998. 3. 23	엘친 대통령, 각료를 모두 해임하고 키리엔코를 총리로 임명. IMF 에 자금지원 요청 지속
4	루블화에 대한 투기적 공격 재개
4. 24	의회, 키리엔코 인준
5. 19	러시아 중앙은행, 대출금리를 30%에서 50%로 인상하고 루블화 방어를 위해 10 억달러 개입을 단행
5. 23	IMF, 러시아와 긴축 프로그램 합의 실패
5. 27	러시아 중앙은행, 대출금리를 150%로 인상
7. 20	IMF, 러시아에 대한 긴급구제금융(48 억달러) 승인
8. 13	루블화 평가절하 가능성으로 러시아 주식 및 채권, 외환 큰 폭 하락
8. 17	러시아 정부, 루블화 평가절하 단행 및 모라토리엄 선언
8. 23~24	엘친 대통령, 키리엔코 해임
9. 2	변동환율제 도입

자료: Choido, A. J., and M. T. Owyang (2002), "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", The Federal Reserve Bank of St. Louis 인용

## 2) 2006년 아이슬란드 및 터키 등 신흥국 외환위기

- (배경 및 원인) 신흥시장에 투자된 엔화 및 유로화 캐리트레이드 자금이 급격히 이탈하면서 아이슬란드, 터키, 헝가리 등 유럽 신흥국들의 통화가치가 급격히 하락하고 주가가 폭락하는 등 금융시장 위기 발생
  - 2001년 이후 미국 및 유럽 등 주요국들의 적극적인 금리인하로 세계경제는 회복세를 나타냈고 신흥국들도 경제호황 국면에 진입. 이런 가운데 일본과 유럽 등 선진국의 저리(低利) 자금을 차입해 신흥국 증권 등에 투자하는 이른바 캐리트레이드(Carry Trade)가 급증
    - ▶ 이에 힘입어 대부분의 신흥국 증시는 06년 들어 사상 최고치를 경신
  - 하지만 경기호황으로 인플레이션 우려가 높아지면서 주요 선진국들이 금리인상에 나섬에 따라 상황은 반전됨
    - ▶ 美 FRB는 04년 6월 1%였던 기준금리를 06년 6월 5.25%로 17차례에 걸쳐 425bp 인상
    - ▶ 유럽중앙은행(ECB)은 05년 12월부터 06년 12월까지 기준금리를 6차례에 걸쳐 150bp 인상(2%→3.5%)하며 미국의 금리인상에 시차를 두고 동참
    - ▶ 일본은행(BOJ)도 자국경제가 장기불황에서 벗어나 회복세에 진입하면서 06년 3월 ‘양적 금융완화 정책의 종료’를 선언하였고, 7월에는 정책금리인 무담보 콜론의 목표금리를 0%에서 0.25%로 인상하며 마침내 제로금리 정책을 종결

<그림> 주요국 정책금리 추이



자료: Bloomberg

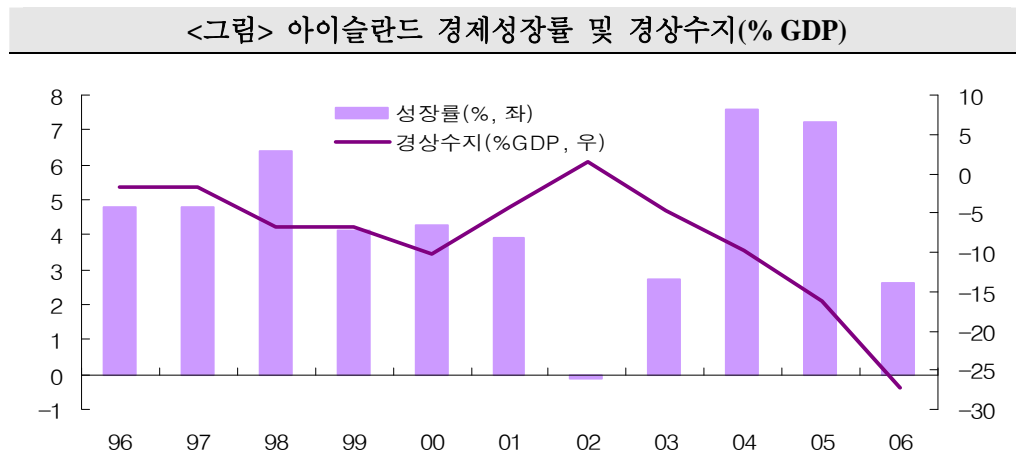
- 선진국들의 금리인상으로 글로벌 유동성 축소에 대한 우려가 제기되었고 엔화 및 유로화 캐리트레이드 자금이 대거 이탈하는 계기가 마련됨
  - ▶ 선진국들의 금리인상은 버블논쟁이 일고 있던 신흥국 주가 및 원자재 가격 등에 커다란 악재로 작용할 것이라는 견해가 06 년 들어 다수 제기되었음
  - ▶ 미국과 유럽, 일본의 금융긴축 정책 선회를 계기로 신흥국 시장에 투자하고 있던 엔화 및 유로화 캐리트레이드 자금이 대거 빠져나가면서 신흥시장의 불안을 초래
- 이런 가운데 신흥국 일부 국가들, 즉 아이슬란드, 터키 등은 경제펀더멘탈 및 대응체제에 문제점이 노출되면서 위기를 겪게 됨

(아이슬란드)

- ▶ 2000 년 이후 연 4%를 넘어서는 견조한 경제성장(특히 04~05 년 동안에는 7%를 넘어서는 고성장 기록)에 힘입어 04 년 이후 외국인 투자자금이 대규모로 유입되면서 자산버블이 형성되고 크로나화가 대폭 절상되었음(02 년 이후 약 50% 절상)
- ▶ 크로나화의 고평가가 심화되면서 무역수지가 악화되어 05 년 경상수지 적자는 GDP 의 16%를 넘어서는 등 일부 경제펀더멘탈에 문제 누적

- ▶ 하지만 경제성장률이 높은 수준을 유지하고 있었고 소비자물가 상승률도 06년 3월까지 연 4%대의 안정된 수준을 유지하는 등 전반적인 경제상황이 불안했던 것은 아니었음
- ▶ 이처럼 아이슬란드 외환위기는 외자유입에 의한 ‘붐-버스트 사이클’의 형태를 띠고 있으면서도 경제펀더멘탈이 완전히 망가진 상태가 아니었다는 점에서 외환위기가 자기실현적 예상으로 나타나는 ‘2세대 모델’의 측면이 강한 것으로 분석

<그림> 아이슬란드 경제성장률 및 경상수지(% GDP)



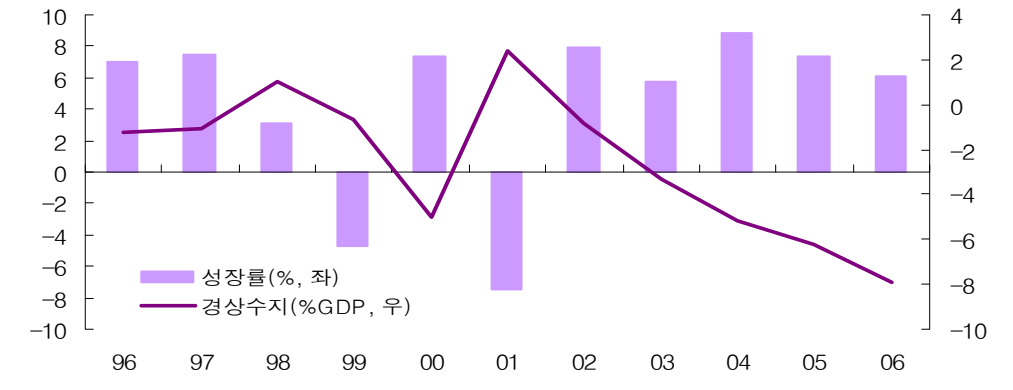
자료: IMF WEO Database

### (터키)

- ▶ 02년 이후 연평균 7%를 넘는 견조한 성장세를 유지해 왔음. 하지만 고유가 및 경기호조 등의 영향으로 소비자물가가 06년 4월 이후 급등세를 보임(5월 9.9%→9월 11.7%, 이후 연말까지 10% 내외의 고수준 지속하는 불안한 양상 지속)
- ▶ 경상수지는 01년 이후 만성적인 적자를 지속해 왔으며 06년 초 유가 급등으로 적자 규모가 급속히 확대(경상수지 적자 04년 156억 달러→06년 319억 달러)
- ▶ 경제펀더멘탈의 악화와 더불어 07년 총선을 앞두고 당시 Erdogan 총리가 이끄는 행정부와 법조계/군부 등 기득권층 간의 대립으로 극도의 긴장관계가 조성되는 등 정치적 불안정성도 불거짐



<그림> 터키 경제성장률 및 경상수지(% GDP)



자료: IMF WEO Database

- ▶ 이와 함께 EU가 당시 터키의 인권문제 및 경제개혁 부진에 대해 집중적인 비판에 나섰고 Erdogan 총리도 EU 가입의지가 약화되고 있음을 시사하는 발언을 내놓아 향후 터키의 EU 가입을 예상하고 유입됐던 유럽자본이 이탈하는 계기 마련

(헝가리)

- ▶ 2006년까지 수년간 경상수지 적자가 GDP의 8% 내외까지 확대되는 등 일부 경제편더멘탈에 상당한 문제가 누적됨에 따라 2005년 이후 글로벌 투자은행들로부터 경계의 대상이라는 평가를 지속적으로 받아왔음
- ▶ 아이슬란드 및 터키 사태의 여파로 국제 투자자본의 위험기피 성향이 극도로 높아지면서 경제편더멘탈의 건전성에 의문이 제기되었던 헝가리가 일부 외국인 투자자금의 기피 대상이 되었던 것으로 추정

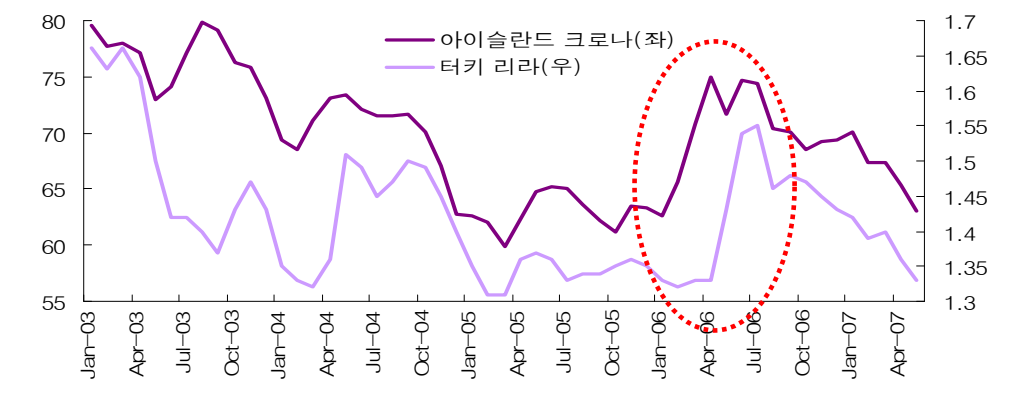
## ■ (전개과정 및 정부대응)

- 06년 3월 신용평가기관인 Fitch는 아이슬란드의 국가신용등급을 하향조정한데 이어 Merrill Lynch 등 국제투자은행들이 아이슬란드 은행들의 신용경색 가능성을 지적하면서 금융시장이 불안정해짐
- ▶ 3월말과 4월 초에 걸쳐 Financial Times 및 Bloomberg 등 주요 언론들이

아이슬란드의 외환위기 가능성을 집중적으로 보도함에 따라 투자심리가 급속도로 악화

- 이에 따라 아이슬란드 주가는 06년 2월 중순 사상 최고치를 경신한 이후 3월부터 외국인들의 투매가 시작되면서 6월말까지 25% 가까이 급락. 크로나화 가치도 1월 중 달러당 60 크로나에서 4월에는 한 때 80 크로나를 넘어서면서 34% 가까이 폭락
- 터키 이스탄불 주가 역시 06년 2월말 사상 최고치를 기록한 이후 4월 들어 본격적인 투매현상이 나타나면서 6월말까지 35% 폭락했으며, 리라화는 5월 이후 약 한 달만에 무려 33% 폭락

<그림> 아이슬란드 및 터키 환율(미 달러화 대비) 월평균 추이



자료: IFS

- 헝가리의 부다페스트 주가는 06년 5월초 사상 최고치를 기록하였으나 同월 중순부터 폭락사태가 가시화되면서 6월 중순까지 29% 가까이 급락. 05년 초부터 절하추세를 나타냈던 포르투갈화는 06년 6월 들어 절하 폭이 확대되면서 6월 한 달 간 약 12% 하락(05년 이후 26% 하락)
- 외환위기 발생을 전후해 해당국 정부는 금리인상 등을 통해 대응에 나섬
  - 아이슬란드 중앙은행은 기준금리를 04년 중반 5.3%에서 06년 3월에는 10.75%로 545bp 인상하였고 이후에도 외환시장 불안이 심화되자 그 해

12 월까지 13.75%로 300bp 추가 인상<sup>4</sup>

- ▶ 터키 중앙은행도 01 년 이후 지속되었던 통화완화 정책을 철회하고 06 년 6 월 기준금리를 종래 13.25%에서 15%로 대폭 인상하였고 7 월 들어서 17.25%로 225bp 추가 인상을 단행.
  - ▶ 이와 함께 터키 정부는 외환시장 안정을 위해 600 억 달러 규모의 외환 보유액 중 20 억 달러 이상의 자금을 외환시장 직접 개입에 활용하는 한편, 외국인 증권투자 이익에 부과해오던 원천 징수세를 폐지하는 등 외국인투자 우대제도를 강화하는 등의 조치를 취하였음
- 글로벌 금리인상 기조가 마무리됨에 따라 06년 8월 이후 금융시장이 점차 안정세를 되찾아 갔고 07년 초에는 시장불안이 상당 부분 해소
- ▶ 06년 6월을 마지막으로 미국의 금리인상이 마무리 되는 등 글로벌 유동성 축소와 관련된 정책적 불확실성이 해소되면서 투자심리가 회복되기 시작했고 신흥국으로의 자금 유입도 증가세로 전환
  - ▶ 07년 1월말 아이슬란드 주가지수는 외환위기 직전의 최고치를 경신하는 수준까지 반등했고 코로나화도 외환위기 당시에 비해 약 14% 반등
  - ▶ 터키의 주가지수는 외환위기 직전의 최고치에는 미치지 못했지만 위기가 발생한 당시에 비해 약 30% 반등했고 리라화도 외환위기 당시보다 20% 정도 반등
  - ▶ 헝가리 포린트화는 외환위기 당시에 비해 약 14% 반등하는 등 위기 발생 후 비교적 짧은 기간 내에 시장불안이 상당히 완화되는 양상

## ■ (특징 및 시사점)

- 아이슬란드 외환위기는 당시에 경상수지 등 일부 경제펀더멘탈에 문제가 있기는 했지만 전반적으로 양호한 경제상태를 유지했기 때문에 92년 유럽 외환위기와 같은 2세대 모델로 설명될 수 있음

<sup>4</sup> 04년 중반~06년 3월까지의 금리인상은 오히려 고금리를 노린 캐리트레이드 자금의 유입을 촉진시켜 결과적으로 캐리자금 이탈에 따른 외환위기를 부추긴 것으로 평가됨

- ▶ 따라서 아이슬란드 위기는 해외 자본유입에 의한 통화의 지나친 고평가가 지속되지 않도록 적절한 조치를 취하고 환율의 안정을 유지할 수 있는 정책 대응이 필요하다는 교훈을 줌
- 터키와 헝가리의 외환위기는 아이슬란드 사태의 여파로 국제적인 위험회피 경향이 극도로 높아지면서 두드러진 측면이 강함. 이는 80년대 이후 외환위기의 전염 가능성이 점차 높아지고 있는 추세를 다시 한 번 확인해 준 것으로 평가
  - ▶ 다른 나라에서 외환위기가 발생했을 때 전염효과를 방지할 수 있도록 시장의 신뢰를 유지시키기 위한 노력이 필요함을 시사
- 한편 글로벌 자본이동이 활발해지면서 캐리트레이드를 비롯한 거대 자금흐름이 주요국의 금리 변경 등 경제정책의 변화에 영향을 받고 시장에 큰 충격을 줄 수 있는 만큼 국제 자본이동에 대한 모니터링을 강화하는 등의 조치가 필요